

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR
FACULTAD DE ECONOMÍA**

**Borrador de disertación previa a la obtención del título de
Economista**

***Impacto de las variables macroeconómicas en el desarrollo
del mercado de valores ecuatoriano, durante el periodo
2005-2016***

**Ximena Alexandra Moreno Castro
xime0389@hotmail.com**

**Director: Econ, Carlos José Andrade Herrera
cjandrade@bce.ec**

Quito, enero de 2018

Resumen

En esta investigación, entre otros temas, se estudió el mercado de valores, los participantes, funciones, tipos, instrumentos financieros, la importancia y el desarrollo del mercado de valores. Estos temas de carácter general se complementaron con el estudio específico que configura el cuerpo de la disertación, que está conformado por tres capítulos: El mercado de valores ecuatoriano, desarrollo del mercado de valores y variables macroeconómicas que inciden en el mercado de valores ecuatoriano. La metodología del trabajo se inició formulando las preguntas de la investigación. La pregunta general que orientó este trabajo y tiene concordancia con el objetivo general, se redactó así: ¿Cuáles fueron los aportes y efectos de las variables macroeconómicas en el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano, período 2005 - 2016? Esta investigación se circunscribe en el tipo descriptivo, asimismo, se aplicó la investigación correlacional, al momento de establecer la relación de las variables con su desarrollo. Se aplicó la modalidad de estudio de caso, mediante contextos similares que ofrecieron evidencias empíricas. Mediante la aplicación de conceptos teóricos financieros, análisis de bases de datos y estadísticas económicas y financieras se evidenció el grado de desarrollo del mercado de valores en el Ecuador y a través de la aplicación del modelo de equilibrio parcial de Calderón - Rosell se buscó la relación entre las variables macroeconómicas y el desarrollo del mercado de valores. Una de las conclusiones de esta investigación conlleva a que el mercado nacional de valores debe asumir mayor liderazgo dentro del sistema financiero.

Palabras clave: Mercado de Valores, variables macroeconómicas, Casa de Valores, Inversionistas, Bolsa de Valores

A mi madre que con su ejemplo y sacrificio me ha permitido ser una persona de bien, enseñándome a luchar siempre por alcanzar mis metas.

A mis abuelitos Marujita y Simón, cuyas enseñanzas estarán siempre en mi corazón.

A mis tías Ximena y Mayte y mi tío Byron, cuyo cariño y apoyo me han dado la fuerza para seguir adelante.

Agradecimientos

A Dios por haberme permitido alcanzar este objetivo.

A mi familia y amigos por su apoyo y cariño incondicional.

A mi director de disertación, el Econ. Carlos Andrade, quien supo guiarme en todo momento para poder concretar esta meta académica.

Impacto de las variables macroeconómicas en el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano, durante el período 2005-2016

Resumen.....	2
Dedicatoria.....	3
Agradecimientos.....	4
Índice de contenidos.....	5
Introducción.....	7
 Metodología del Trabajo.....	 11
Preguntas de la Investigación.....	11
Objetivos de la investigación.....	11
Estrategia de la Investigación.....	11
Procedimiento metodológico.....	12
Fuentes de información.....	13
Variables e indicadores.....	13
Estado del arte.....	14
 Fundamentación Teórica.....	 16
Mercado de Valores.....	16
Participantes del mercado de valores.....	16
Intendencia del mercado de valores.....	17
Empresas.....	17
Casas de Valores.....	18
Bolsas de Valores.....	18
Inversionistas.....	18
Depósito Centralizado de Liquidación y compensación de Valores.....	19
Calificadoras de riesgos.....	19
Funciones del Mercado de Valores.....	20
Tipos de Mercados de Valores.....	21
Instrumentos financieros.....	21
Importancia del Mercado de Valores.....	22
Desarrollo del Mercado de Valores.....	24
Variables macroeconómicas que inciden en el Mercado de Valores.....	26
Nivel de ingreso: PIB y PIB per cápita.....	27
Estabilidad macroeconómica: inflación y tasa de interés.....	28
Flujo de dinero: ahorro e inversión.....	29
Desarrollo del sector bancario.....	30
 El Mercado de valores ecuatoriano.....	 33

Historia del mercado de valores ecuatoriano.....	33
Sistema de Negociación.....	35
Oferta pública de valores.....	37
Oferta pública de acciones.....	37
Oferta pública de deuda.....	37
Titularizaciones.....	37
Proceso de emisión de títulos y valores.....	39
Cultura Bursátil.....	42
Caracterización de las negociaciones en el mercado de valores.....	42
Volumen de negociaciones.....	43
Volumen de negociaciones por tipo de renta.....	44
Volumen de negociaciones por tipo de título valor.....	45
Volumen de negociaciones por emisor.....	48
Volumen de negociaciones por tipo de mercado.....	49
 Desarrollo del mercado de valores ecuatoriano.....	 52
 Índice de competitividad global.....	 52
Tamaño.....	56
Capitalización Bursátil.....	57
Volumen Negociado/PIB.....	58
Tasa de Rotación.....	59
Acceso.....	60
Empresas que cotizan en el mercado de valores.....	60
Concentración de las diez empresas más grandes.....	61
Índice de Concentración Herfindahl – Hirschman (IHH).....	63
Eficiencia.....	65
Sincronismo de precios.....	65
Negociación con información privilegiada.....	68
Estabilidad.....	70
 Variables macroeconómicas que inciden en el mercado de valores ecuatoriano.....	 73
 Resumen estadístico.....	 73
Modelo econométrico Log – Log.....	78
Modelo de equilibrio Calderón – Rossell.....	79
Variables del modelo.....	81
Estimación del modelo.....	83
 Conclusiones.....	 93
Recomendaciones.....	97
Referencias Bibliográficas.....	99

Introducción

El mercado de valores a nivel mundial se posiciona como un sector clave para el crecimiento de las economías. Según estudios realizados por el Banco Mundial, este mercado se ha potenciado de forma acelerada por la importancia que ha tomado en la política económica de cada país. Esto se debe a que los mercados de valores aceleran el crecimiento económico mediante la optimización de la forma de canalizar el ahorro y facilitar la inversión.

Según Demirguc-Kunt y Levine (1995), a nivel mundial se observa mercados de valores desarrollados con indicadores altos en tamaño y liquidez y bajos en concentración, por lo que se puede afirmar que existe una relación positiva entre el desarrollo del mercado de valores y el crecimiento de la actividad económica de estas naciones.

El mercado de valores en el Ecuador es relativamente pequeño y poco desarrollado, a pesar de contar con dos bolsas de valores, una en Quito y otra en Guayaquil. Esta realidad ha motivado a la autora de este trabajo para desentrañar si el entorno macroeconómico afecta el desarrollo del mercado de valores. Por tanto, se busca aportar evidencia empírica acerca de cómo y cuáles son las variables macroeconómicas que lo afectan. En concreto, se trata de identificar las posibles relaciones entre las variables macroeconómicas en el entorno ecuatoriano con el mercado de valores.

El tema: Variables macroeconómicas que afectan al mercado de valores, es decir Inflación, PIB, tipo de interés, ahorro y créditos otorgados por el sistema bancario, ha sido abordado a nivel nacional e internacional, desde la perspectiva de diversas variables.

En el ámbito nacional, entre otros estudios, Viteri (2011), analiza cuál es la participación de las empresas en el mercado ecuatoriano de valores y enfatiza en cómo la actual Ley del Mercado de Valores incrementó las negociaciones realizadas permitiendo su crecimiento durante el período 2005-2009. Adicionalmente, investigó cuál es la percepción de las empresas más grandes del país acerca de la posibilidad de utilizar el mercado de valores como fuente de financiamiento.

Galarza (2015), presenta información acerca del papel de las casas de valores en el mercado nacional de valores y analiza el desarrollo del mismo en función de los tipos de valores que se negocian y la forma en la que estas favorecen al crecimiento del mercado de valores. En este estudio se concluye que la Bolsa de Valores de Guayaquil utiliza más el mercado de valores, con respecto a la de Quito.

Ochoa (2014), en cambio, demostró que el mercado accionario ecuatoriano registró un bajo nivel de crecimiento en el período comprendido entre 2003 y 2012, a pesar de la existencia de certidumbre debido a las condiciones dadas del periodo.

El bajo desarrollo evidenciado en el presente estudio, se debe a que no existen estímulos para la inversión por la falta de confianza que proporcionan estos mercados. A continuación, se mencionan algunos estudios sobre el tema motivo de la investigación, desarrollados en el ámbito internacional:

Court (2010), en su obra "Mercado de Capitales", trata sobre el mercado de valores en general y, adicionalmente, analiza las variables macroeconómicas que afectan al mercado de valores.

Bayar (2015), en su paper "Macroeconomic Determinants of stock market", trata de responder a la interrogante: ¿El mercado de valores y el sistema bancario se complementan o no? Aplica la evidencia empírica acerca de las variables macroeconómicas que afectan al mercado de valores desde el ejemplo de la bolsa de Estambul.

Wassal (2013), en su paper "The Development of Stock Markets: In Search of a Theory" afirma que en base a diferentes estudios empíricos se han encontrado cuatro variables determinantes en el tamaño del mercado de valores: liquidez, concentración, actividad económica y volatilidad.

Levine (2004), en su paper "Finance and Growth", se refiere al desarrollo del mercado ecuatoriano de valores por las variables-caso, lo que ha permitido, mediante evidencia empírica, comprobar la relación entre el desarrollo del mercado de valores y el desarrollo de la banca en las economías con crecimiento económico. También hace una revisión de diversos modelos dinámicos con datos de panel en el mercado de valores y la banca, donde además se demuestra la importancia del desarrollo del sistema financiero para el crecimiento.

Con los aportes anotados, se redactó el cuerpo de la disertación, conformado por tres capítulos, cuyo contenido se resume a continuación:

Capítulo I: El mercado ecuatoriano de valores, donde se analiza su historia, el sistema de negociación, proceso de emisión de títulos y valores, cultura bursátil, caracterización de las negociaciones en el mercado de valores y volumen de negociaciones. El sistema de negociación se desarrolla mediante los siguientes temas: oferta pública de valores, oferta pública de acciones, oferta pública de deuda y titularizaciones. El volumen de negociaciones, en cambio, se analiza de acuerdo con el tipo de renta, título valor por emisor y mercado.

Capítulo II: Desarrollo del mercado ecuatoriano de valores, que incluye el índice de competitividad global, tamaño, acceso, eficiencia y estabilidad. El tamaño del mercado de valores, por su parte, analiza la capitalización bursátil, volumen

negociado/PIB y la tasa de rotación. El acceso al mercado de valores, en cambio, se desagrega en los siguientes temas: empresas que cotizan en el mercado de valores, concentración de las diez empresas más grandes e índice de concentración Herfindahl – Hirschman. Por último, la eficiencia enfoca el sincronismo de precios y negociación con información privilegiada.

Capítulo III: Variables macroeconómicas que inciden en el mercado ecuatoriano de valores. Con el propósito de concretar las variables macroeconómicas que incidirán en dicho el mercado, se presentan dos modelos: Modelo econométrico Log-Log y el Modelo de equilibrio Calderón-Rossell, especificando las variables del modelo. Por último, se realiza una estimación del modelo.

Un resumen de las conclusiones más importantes del presente trabajo se enlista a continuación:

- El mercado ecuatoriano de valores tiene una participación alta de títulos valores de renta fija. Desde el año 2005 hasta el 2016, se han realizado 942 emisiones de este tipo de papeles de un total de 978.
- El proceso para realizar una emisión de títulos valores es relativamente sencillo a través de las casas de valores.
- El mercado ecuatoriano de valores incrementó sus negociaciones durante los últimos doce años (2005-2016). Pasaron de \$3.502 millones en el primer año a un total de \$8.336 millones para el último analizado.
- La dependencia del mercado hacia los instrumentos de renta fija se observa claramente en los volúmenes negociados por tipo de títulos valores. Durante el periodo 2005 al 2016, el volumen negociado en renta fija fue de \$56.491 millones, mientras que renta variable solo alcanzó \$4.209 millones.
- El mayor volumen negociado está en inversiones de corto plazo en el periodo 2005 al 2016, alcanzó un total de \$39.097 millones.
- La mayor cantidad de títulos negociados corresponden a los emitidos por el sector bancario y el sector público.
- Tanto el sector público como privado participaron de manera activa en el mercado de valores. El total negociado fue de \$28.874 millones para el sector público y \$31.851 millones para el sector privado.
- En el periodo 2005 al 2016, la mayor cantidad de valores negociados corresponden al mercado primario.
- El tamaño del mercado ecuatoriano de valores es pequeño en relación a la economía en conjunto. Es un sector poco representativo para la economía debido a la falta de participación empresarial y de inversionistas en el sector.
- El mercado ecuatoriano de valores es bastante líquido. La revisión de la tasa de rotación durante el periodo 2005 – 2016 mostró un valor promedio importante de 97% lo que indica que los costos de transacción en el mercado de valores son bajos y, por tanto, se negocia con mayor facilidad lo que da como resultado el aumento de liquidez. La relación de estos dos índices señala que este mercado es pequeño pero activo.

- El sincronismo de precios del mercado ecuatoriano de precios es moderado, lo que demuestra un mercado relativamente eficiente.
- La regulación que se establece en el mercado de valores demuestra que la información de emisores y emisiones es transparente, lo que limita la capacidad de los participantes para realizar negociaciones con información privada.
- Las variables que inciden de manera positiva en el desarrollo del mercado ecuatoriano de valores son el ahorro, la inversión, la estabilidad macroeconómica y el ambiente institucional.
- La significación de estas variables dentro del modelo es concordante con la teoría que existe sobre el modelo de equilibrio parcial de Calderón – Rossell.
- Otra variable importante que incide en el mercado ecuatoriano de valores es el crédito otorgado al sector privado por parte del sistema financiero tradicional.

Metodología del trabajo

Preguntas de investigación

General

- ¿Cuáles fueron los aportes y efectos de las variables macroeconómicas en el desarrollo del mercado de valores en el Ecuador, período 2005 - 2016?

Específicas

- ¿Cuáles son las características del mercado ecuatoriano de valores en el periodo 2005-2016?
- ¿Cuál es el nivel de desarrollo del mercado ecuatoriano de valores y qué factores lo caracterizan?
- ¿Qué variables macroeconómicas guardan relación con el desarrollo del mercado ecuatoriano de valores, periodo 2005 - 2016?

Objetivos

General

- Analizar el impacto de las variables macroeconómicas en el desarrollo del mercado ecuatoriano de valores, periodo 2005 – 2016.

Específicos

- Establecer las características del mercado ecuatoriano de valores y su inserción financiera, en el periodo en análisis.
- Determinar el grado de desarrollo y crecimiento del mercado ecuatoriano de valores en el período en estudio.
- Analizar la caracterización del comportamiento de las variables macroeconómicas que afectan al desempeño del mercado ecuatoriano de valores.

Estrategia de Investigación. Esta investigación será del tipo descriptivo en la medida en que se busca conocer el grado de desarrollo del mercado de valores y las variables económicas que lo afectan para el periodo 2005-2016. Adicionalmente fue correlacional para saber cómo se relacionan las variables con su desarrollo, para lo cual se aplicó la modalidad de estudio de caso considerando la evidencia empírica que han ofrecido estudios en contextos similares sobre esta relación.

Para poder alcanzar los objetivos, este trabajo se apoyó en métodos de investigación deductivos para conocer la influencia de las diferentes variables

económicas estudiadas en el desarrollo del mercado de valores en el periodo comprendido entre enero de 2005 a diciembre del 2016. Por motivos de la muestra de la investigación en la realización del modelo se incluyeron los datos de las variables trimestralizadas del año 2001 al 2004.

Procedimiento Metodológico. Se establecieron las características y funcionamiento del mercado de valores a fin de conocer el contexto en el que se desarrolla en el caso ecuatoriano. Se realizó un análisis del volumen de negociaciones durante el período de estudio. Adicionalmente se utilizaron indicadores establecidos por el Banco Mundial para conocer el grado de desarrollo del mercado de valores ecuatoriano a través de los cuatro pilares que lo determinan que son: tamaño, liquidez, acceso y estabilidad.

Por otro lado, se utilizaron conceptos generales acerca de las variables macroeconómicas que afectan el mercado de valores con el fin de entender su funcionamiento e importancia y efecto dentro de este. Es decir, verificar que la relación mencionada en la evidencia empírica de otros contextos se aplique al caso ecuatoriano. Esta investigación se basó en la recolección de datos tanto macroeconómicos como de la relación que existe de estas variables con el mercado de valores. Se analizaron las características del mercado de valores para comprender en qué grado de desarrollo se encuentra.

Se recopiló información cuantitativa del mercado de valores en el Ecuador. Usando fuentes de información secundaria. Esta información comprende los volúmenes negociados, capitalización bursátil, tipos de títulos más negociados en el mercado. Previamente se realizó un breve análisis en base al Índice de competitividad global para demostrar la situación en la que se encuentra el Ecuador en el entorno financiero.

La evaluación del grado de desarrollo del mercado de valores ecuatoriano se realizó desde la perspectiva de los factores macroeconómicos que lo influyen. A partir de los indicadores de: crecimiento económico, tasa de ahorro, desarrollo del sector bancario, liquidez, volatilidad macroeconómica y riesgo político. Finalmente se aplicó el modelo Calderón Rosell en su modalidad ampliada para determinar la forma en la que afectan estas variables.

Mediante la aplicación de conceptos teóricos financieros, análisis de bases de datos y estadísticas económicas y financieras se identificó el grado de desarrollo del mercado de valores en el Ecuador y a través de la aplicación del modelo de equilibrio parcial de Calderón Rosell, se encontró la relación entre las variables macroeconómicas y el desarrollo del mercado de valores. Este modelo toma al crecimiento económico y la liquidez como determinantes fundamentales del desarrollo del mencionado mercado.

Fuentes de información. En lo que respecta a información teórica se utilizaron apuntes investigativos y textos referentes al mercado bursátil ecuatoriano. Además, se utilizaron varios artículos de revistas financieras de investigadores reconocidos en el tema que han aplicado estos conceptos en diferentes contextos y espacios temporales. La data estadística se obtuvo desde dos fuentes principales: Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores Guayaquil, Superintendencia de Compañías para los datos necesarios sobre el mercado de valores y Banco Central del Ecuador, Ministerio de Economía y Finanzas para datos relacionados con las variables macroeconómicas como inflación, PIB, ahorro nacional y sobre el sistema financiero.

Con estas fuentes, toda la información está disponible y no es necesaria la recopilación de datos.

Variables e indicadores

OBJETIVOS ESPECIFICOS	VARIABLES	INDICADORES	FUENTES DE INFORMACION
Describir las características generales del mercado ecuatoriano de valores.	Negociaciones del mercado ecuatoriano de valores de valores.	Volumen de negociaciones total Volumen de negociaciones por tipo de renta Volumen de negociaciones por tipo de título valor Sector privado y sector público Emisores del mercado ecuatoriano de valores.	Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil, Superintendencia de Compañías.
Analizar el grado de desarrollo del mercado ecuatoriano de valores en el período sujeto de estudio.	Mercado de valores.	Índice de Competitividad Global Capitalización bursátil / PIB Valores negociados/PIB Volumen negociado/capitalización bursátil Concentración de Capitalización Bursátil Índice IHH de las 10 principales empresas Ratio Precio / ganancias	Banco Mundial Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil, Superintendencia de Compañías, Foro económico mundial
Describir la caracterización	Variable Dependiente:	Capitalización Bursátil PIB	Banco Central del Ecuador

del comportamiento de las variables macroeconómicas que afectan al mercado ecuatoriano de valores.	Desarrollo del mercado de valores Variables independientes Nivel de ingresos Desarrollo del sector bancario Ahorro e inversión Liquidez del mercado Estabilidad macroeconómica Ingresos de capital privado Calidad institucional	M3 y créditos otorgados al sector privado Ahorro nacional Índice de negociaciones Inflación Tasa de interés real Índice de Riesgo Político	Superintendencia de Bancos Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil, Superintendencia de Compañías, Política Risk Services
--	--	---	---

Estado del arte

El mercado de valores ha tomado gran importancia en las economías a nivel mundial. Se ha encontrado que su desarrollo se relaciona con el estado en el que se encuentra su mercado de valores. En años recientes se han realizado algunos estudios sobre el mercado de valores en la Facultad, en donde se establecen diferentes perspectivas desde las que se puede analizar este mercado, o los factores en los que puede influir o, inclusive, se discute la posibilidad de que pequeñas empresas ingresen.

Desde esta perspectiva, Viteri (2011) analiza cuál es la participación de las empresas en el mercado ecuatoriano de valores y enfatiza en cómo la actual Ley del Mercado de Valores, incrementó las negociaciones realizadas en este mercado, permitiendo un crecimiento de éste durante el período 2005 al 2009. Adicionalmente, se conoció cuál es la percepción de las empresas más grandes del país acerca de la posibilidad de utilizar el mercado de valores como fuente de financiamiento.

En otro estudio realizado por Galarza (2015), se presenta información acerca del papel de las casas de valores en el mercado nacional de valores y analiza el desarrollo del mercado en función de los tipos de valores que se negocian y la forma en la que estas favorecen al crecimiento del mercado. Además, se analiza las dos ciudades (Quito y Guayaquil) en donde se desarrolla este mercado con la finalidad de observar cuál de estas dos ciudades utiliza más el mercado de valores concluyendo que es la Bolsa de Valores de Guayaquil. Desde esta perspectiva,

también se puede conocer el desarrollo del mercado de valores a través de la influencia de las casas de valores ya que son los principales actores de desintermediación financiera.

Por otro lado, Ochoa (2014) demostró en su investigación que el mercado accionario ecuatoriano registró un bajo nivel de crecimiento en el período comprendido entre 2003 y 2012, a pesar de la existencia de certidumbre debido a las condiciones dadas del periodo. Igualmente, menciona que este bajo desarrollo se debe a que no existen estímulos para la inversión por la falta de confianza que proporcionan estos mercados.

En el estudio realizado por Nuques (2017), se analizó la influencia de la carga impositiva en las calificaciones de riesgo de las empresas que son emisoras del mercado de valores. Desde esta perspectiva, concluye que durante el periodo 2010 – 2015 la carga impositiva aumentó en un 22%, lo que ha causado el aumento de precios de los productos finales llevando a obtener pérdidas en estas empresas.

Esto provocó que las calificadoras de riesgo replantearan las calificaciones de los emisores por su posible falta de cumplimiento de obligaciones. La disminución en la calificación de riesgo se presentó en 50% de las empresas de construcción, 46% en agricultoras, 43% en servicios, 40% en industriales y 34% en comerciales.

FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA

El mercado bursátil actúa como un indicador de la marcha de la actividad económica de un país. Su avance se ha convertido en un tema muy relevante a nivel mundial por el rol que juega dentro del crecimiento económico. Es así como los actores de la economía han procurado establecer cuáles son las variables económicas que afectan al desarrollo de este mercado para crear políticas claras que lo permitan.

Mercado de Valores

De acuerdo a lo establecido por Elizondo (2005:5), el mercado de valores es un "conjunto de oferentes y demandantes de fondos a corto, mediano y largo plazo, representado por instrumentos de captación y colocación de recursos, a través de intermediarios financieros". Por lo tanto, se establece como un mecanismo o lugar en donde se realiza el intercambio de activos financieros. En este mercado los precios no se fijan de antemano y es el mercado quién se encarga de establecerlo dependiendo de la oferta. De acuerdo a lo mencionado por Córdova (2015:126):

En el mercado de valores, la transferencia de recursos de sectores superavitarios a sectores deficitarios tiene lugar a través de una relación directa entre ambos sectores mediante la emisión de valores. En particular, en este mercado no existen intermediarios propiamente dichos (es decir, entidades que se relacionen de forma completamente independiente entre sectores superavitarios y deficitarios), sino agentes que ponen en contacto a los emisores e inversionistas (intermediarios del mercado de valores).

Por lo tanto, es una parte del mercado financiero que canaliza recursos en forma indirecta mediante la emisión y negociación de valores. Esto se debe a que los oferentes y demandantes son personas diferentes que establecen una relación de financiamiento a través de los intermediarios. Se lo conoce también como mercado de capitales ya que los recursos sirven para operaciones de largo plazo a través del ahorro público.

Participantes del mercado de valores

En el mercado de valores intervienen tanto personas naturales como jurídicas que realizan transacciones que permiten el correcto funcionamiento de las actividades de inversión. Los actores principales son: las empresas, las casas de valores, los inversionistas y las bolsas de valores. Por otro lado, se encuentran los actores que prestan servicios complementarios a este mercado o que lo supervisan: cámaras de compensación, calificadoras de riesgo, auditores, entre otros.

Intendencia del mercado de valores: Este es el ente regulador del mercado de valores. Se encarga de crear el marco jurídico para el correcto funcionamiento de las operaciones que se realizan en él. Entre sus principales funciones se encuentran:

- Guía Estudiantil del mercado de valores (2010:18)
- La ejecución de la política general dictada por el Consejo Nacional de Valores,
- La vigilancia, el control e inspección de las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado.
- La promoción y asesoría sobre los diversos instrumentos de financiamiento previstos en la Ley de Mercado de Valores.

Empresas. Según Quintana (2010;14), es el agente económico u organismo social integrado por recursos humanos, económicos, técnicos y materiales que son coordinados por un administrador que toma decisiones en forma oportuna y adecuada para la consecución de su objetivo principal que es la obtención de utilidades, o bien, la prestación de servicios a la comunidad. Dentro del mercado de valores las empresas funcionan como emisores de los títulos a negociar (acciones, obligaciones, papel comercial, titularizaciones, entre otros. Según lo mencionado por Soria (1995), los emisores pueden ser instituciones del gobierno o sociedades que buscan auto capitalizar sus industrias.

Desde este punto de vista, la fuente emisora puede ser del sector público, financiero o privado. De esto, Soria (1995), menciona que el sector público emite títulos para financiar los gastos estatales. Son de largo plazo y tienen el respaldo de los ingresos del Estado. Por otro lado, el sector financiero y el sector privado contribuyen al stock de valores en el sistema económico. Estos valores son menores que los del sector público y están orientados a atraer el ahorro de inversionistas medianos.

De esta manera las empresas ayudan a canalizar los recursos desde los inversionistas hacia las actividades productivas que, a su vez, propician un crecimiento económico general. Las empresas utilizan el mercado de valores como una herramienta para realizar proyectos de mejora y expansión de sus actividades. Esto les permite obtener mayores beneficios que los esperados dentro del sistema bancario tradicional. Al respecto, Elizondo (2005:5), menciona los siguientes:

1. Optimizar los costos financieros,
2. Obtener liquidez inmediata,
3. Crecer y modernizarse,
4. Planear proyectos de inversión y
5. Financiamiento de largo plazo.

Casas de Valores. Con respecto de este participante del mercado de valores se define, según Quintana (2010:15), "Son compañías anónimas autorizadas para ejercer la intermediación de valores y se constituyen como miembros de las Bolsas de Valores." La principal función que ejercen estos participantes es la de reunir a los oferentes y demandantes de recursos de manera directa. Adicionalmente, estas instituciones son las encargadas de reunir la información económica, financiera y técnica de las empresas emisoras.

Sobre este tema, Córdova (2007:86), menciona que estas instituciones pueden realizar operaciones de valores directamente a través de los sistemas de negociación constituidos. Adicionalmente, el objetivo principal de estos entes es el de desarrollar los productos que pueden ser negociados en el mercado de valores y propiciar la negociación de los mismos dentro del marco legal establecido.

Bolsas de Valores. El objeto principal de estos participantes es brindar a sus miembros (casas de valores) los servicios y mecanismos suficientes para que puedan realizar la negociación de valores bajo los principios de equidad, transparencia y seguridad. Es por esto que la definición de Quintana es la más acertada: (2010:16) es un mercado en el que participan intermediarios debidamente autorizados como los corredores de bolsa y representantes de las casas de valores, con el propósito de realizar operaciones, por encargo de sus clientes, sean estas de compra o venta de títulos valores emitidos por empresas. En este sentido, las bolsas de valores se constituyen como los entes auto regulador de las casas de valores.

Inversionistas. Los inversionistas pueden ser de dos tipos: individuales o institucionales. Los inversionistas individuales son personas naturales que participan en el mercado de valores a través de las casas de valores invirtiendo sus ahorros en la compra o venta de títulos valores.

Por otro lado, los inversionistas institucionales son personas jurídicas públicas o privadas del sector financiero que tienen como giro principal de su negocio realizar inversiones. Según Quintana (2010:18), "Se puede decir que son personas jurídicas que permanentemente compran valores financieros para canalizar los fondos del ahorro hacia la inversión".

Córdova (2007:102), menciona que estos compradores, personas naturales o jurídicas, se transforman en beneficiarios finales de la inversión. Desde este punto de vista, existen dos tipos de inversionistas: 1) Los profesionales que se consideran poseen los conocimientos técnicos suficientes para realizar las inversiones y asumir el riesgo. Dentro de este grupo se encuentran las personas jurídicas que generalmente cuentan con un departamento encargado de analizar y tomar decisiones acerca de las emisiones disponibles.

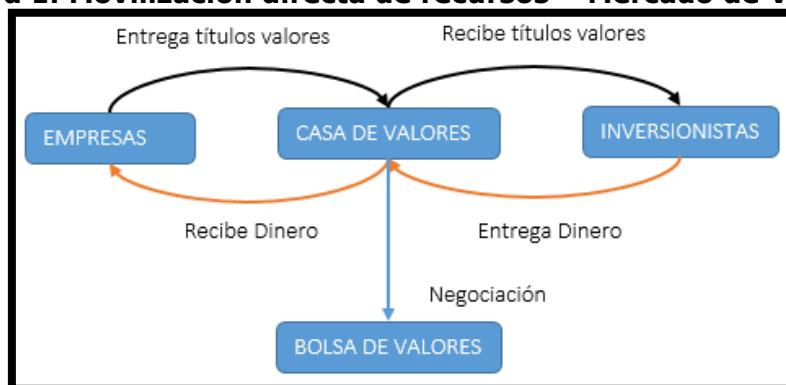
2) Los inversionistas clientes que requieren de un asesoramiento más profundo acerca del mercado y de los posibles riesgos que deben asumir.

Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores. Según Quintana (2010: 27), "Son compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, cuya función es la de recibir en depósito valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores; realizar el cuidado, conservación, liquidación, registro y transferencia de los mismos y brindar el servicio de cámara de compensación". Son los encargados de facilitar el registro de los títulos valores dentro del mercado mediante el sistema de registros contables denominados "anotación en cuenta".

Calificadoras de Riesgos. De acuerdo a lo mencionado por Quintana (2010:27), Son compañías anónimas o sociedades de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tiene por objeto principal la calificación de riesgo de los valores y emisores del mercado bursátil. La función de estas entidades es expresar su opinión respecto del nivel de solvencia de un emisor de valores y de la probabilidad que tiene para cumplir con las obligaciones derivadas de sus valores en el mercado.

La integración de estos participantes es la que permite el correcto funcionamiento y desarrollo del mercado de valores. Según la Intendencia del mercado de valores se establece una relación de movilización directa de recursos dentro del mercado de valores. Véase figura 1

Figura 1. Movilización directa de recursos – Mercado de Valores



Fuente: Guía Estudiantil de Mercado de Valores, Intendencia del Mercado de Valores

Elaboración: Ximena Moreno

Las que se encargan de estructurar los títulos valores son las casas de valores, quienes harán los negocios en el mercado. Estas estructuras se basan en las necesidades de financiamiento y posibilidades de pago de los emisores, con tasas de interés que se encuentran entre la tasa activa y pasiva del sistema bancario.

A su vez, las casas de valores asesoran a los inversionistas individuales y jurídicos sobre las posibilidades de inversión en el mercado. Luego de realizar un análisis de la información financiera del emisor se da la orden de compra o venta de títulos valores que estén adecuados a sus necesidades de inversión y asumen el riesgo que esta conlleva.

En este proceso, la Bolsa de valores interviene como un agente que facilita la negociación de títulos y valores que prestan el sistema necesario para que se cumplan las órdenes de compra y venta de emisores y de inversionistas. Según Martínez (2012, 178), "Facilita la canalización del ahorro privado y la obtención de fondos a largo plazo y permite someter a las empresas a un análisis de racionalidad económica, ya que la cotización refleja la opinión del mercado sobre su evolución".

Funciones del mercado de valores

De acuerdo a lo mencionado por Cortez y Tillerio (2006; 21-22), las funciones básicas que cumple un mercado de valores son:

- Agrupar los ahorros individuales dispersos en poder de multiplicidad de ahorradores.
- Facilitar que tales fondos se dirijan, de manera selectiva, hacia las empresas que ofrecen las mejores perspectivas de inversión, aquellos títulos emitidos por grandes corporaciones, es decir, los mejores valores del mercado.
- Favorecer la negociación de los instrumentos financieros a través de los cuales se captan los fondos, lo cual resulta posible por tratarse de un mercado de subasta continua, en el que intervienen especialistas para la negociación de determinados tipos de títulos.

Otro autor, Soria (1995), considera que el mercado de valores cumple con dos tareas fundamentales:

- La primera se encuentra relacionada con el mercado primario. Lugar en donde debe recolectar el ahorro financiero mediante la inversión. Si cumple esta función un mercado de valores promueve el crecimiento de las economías y acelera su desarrollo.
- La segunda está relacionada con el mercado secundario. Aquí se establece la liquidez inmediata a los agentes que la requieran o que deseen alterar la composición de su portafolio. Cuando un mercado no es líquido se debe recurrir al sector exterior lo que implica costos financieros para los inversionistas.

Un sistema financiero fuerte y bien establecido, lleva a cabo diversas funciones y tiene efectos positivos en la acumulación de capital, la tasa de ahorro de los individuos y las renovaciones tecnológicas, y por lo tanto, acelera el crecimiento económico. De esto, Soria (1995:40), menciona que "el mercado de valores propone una competencia más equilibrada entre las fuentes usuales de crédito".

Tipos de mercados de valores

En el mercado de valores existen diferentes tipos de mercados clasificados por dos criterios: según el orden de la transacción, primario y secundario, y según el tipo de títulos valores que se negocian (renta fija y renta variable).

Según Hegab (2010; 2), se pueden definir de la siguiente manera:

1. Según el orden de la transacción

- a. Mercado primario:** Su función es permitir la emisión y distribución de valores “recién emitidos”, que contribuyen a la captación de recursos. Adicionalmente, Camerini (2002:40), menciona que esta emisión se utiliza cuando las entidades emisoras necesitan recursos.

Este mercado es importante porque la captación de recursos recae directamente en la planta productiva. Según lo indica Texson (2005:45), “el mercado primario cumple con la función de contactar tanto emisores como inversionistas, facilitando el flujo de las operaciones”.

- b. Mercado secundario:** Se identifica como aquel en que las transacciones corresponden a “valores ya emitidos”, que se encuentran en circulación en manos del público inversionista. Estas operaciones no aportan recursos financieros nuevos a las empresas, solamente constituyen un cambio de mano en los valores. Estos mercados ofrecen liquidez y son complementarios a los mercados primarios Camerini (2002:41),

2. Según el tipo de títulos valores que se negocian

- a. Mercado de renta fija.** En este mercado operan los valores cuyo rendimiento es predeterminado a un plazo dado (Obligaciones Negociables). A los títulos valores de este mercado se los conoce como instrumentos de deuda.
- b. Mercado de renta variable.** Es el mercado donde operan los valores cuyo rendimiento depende de los resultados de las empresas que los emiten (acciones). A los títulos valores de este mercado se los conoce como instrumentos representativos de participación en el capital.

Instrumentos financieros

Existen tres tipos básicos de activos financieros que se negocian en los mercados de valores. Estos valores cumplen la función de otorgar un tipo de derecho sobre algún bien a sus propietarios.

- a. **Valores representativos de deuda**, o valores de renta fija. Según Court (2010:5), se puede establecer a estos valores como

Instrumentos que generan unos flujos de dinero conocidos a lo largo del tiempo, lo que permite calcular la rentabilidad aproximada de la inversión. Se los denomina "bonos u obligaciones", y los flujos que producen a lo largo del tiempo son llamados "cupones". El hecho de que se llamen "instrumentos de renta fija" no indica que la rentabilidad sea siempre positiva y fija; de hecho, puede darse que una inversión de este tipo provoque rentabilidades diferentes de las esperadas, o incluso pérdidas.

Córdova (2007:51), menciona que el rendimiento de estos títulos se conoce desde el momento de la suscripción.

- b. **Valores representativos de propiedad** que representan una parte del patrimonio de las empresas emisoras y se conocen como instrumentos de renta variable. Court (2010; 5), menciona que "son aquellos en los que la rentabilidad de la inversión se origina principalmente a partir de un incremento en el precio futuro, el cual no es conocido, lo que genera una incertidumbre sobre las rentabilidades futuras". La forma de ganancia que adoptan estos títulos valores se conoce como dividendos que se pagan periódicamente de acuerdo a la utilidad del ejercicio generado.
- c. **Valores representativos de derechos**, se los conocen comúnmente como productos derivados ya que sus ganancias se derivan de otros valores que se llaman activos subyacentes. Algunos de estos instrumentos derivados son los forwards, futuros, swaps y opciones. Según Court (2010:6), "Estos valores se originan a partir de los valores representativos de deuda, los valores representativos de propiedad y sobre algún otro bien físico o financiero."

Importancia del mercado de valores

En un primer plano de importancia, el mercado de valores es capaz de brindar seguridad, liquidez y transparencia. Según Cortez y Tiller (2006; 26), puede brindar seguridad al ser un mercado organizado que se rige por un sistema regulatorio bien definido. Permite brindar liquidez porque existe un fácil acceso para los inversionistas, es directo y las operaciones pueden realizarse de forma rápida y eficaz. Es transparente porque permite a los inversionistas contar con información oportuna y veraz sobre los valores cotizados y negociados en el mercado de valores.

Desde la perspectiva del segundo plano, el mercado de valores proporciona inversiones alternativas a las del sistema financiero tradicional, por lo que se transforma en un complemento de este y en conjunto en una forma de incrementar el crecimiento económico de una nación. De acuerdo a Cortez y Tiller (2006; 28),

Los mercados de valores pueden aumentar la eficiencia del sistema financiero a través de diferentes clases de instrumentos financieros. Esto, a su vez, puede aumentar el rendimiento de los ahorros para aquellos que ahorran, y también puede reducir el costo de recaudar fondos a los prestatarios. Los mercados de valores también pueden mejorar las normas contables y fiscales, ya que los inversionistas solicitan más y mejor información para comparar el desempeño de diferentes empresas.

Son capaces de influir en la adquisición de información, en el manejo del riesgo y en la movilización de ahorros. De acuerdo a lo mencionado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de México (2010: 24), "en la medida que los mercados bursátiles se vuelven más grandes y más líquidos, los agentes tienen mayores incentivos para gastar recursos en investigar las firmas, porque es más fácil beneficiarse de esta información al transar en mercados bursátiles." Esta información beneficia a las empresas en la asignación de recursos que se destinan hacia las más productivas, lo que permite un mayor crecimiento económico.

Cuando el mercado de valores funciona adecuadamente, facilita la diversificación del riesgo y permite prevenir el riesgo de liquidez. Según el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de México (2010: 25), Los mercados de valores tiene una mejor forma de distribución de corte transversal en donde los individuos puede crear un portafolio de inversiones con diferentes tipos de títulos valores. Además, cuando el mercado de valores se encuentra más desarrollado, facilita a los agentes construir portafolios con un mínimo de intermediarios.

Desde esta perspectiva, las compañías tienen acceso permanente al capital mediante la emisión de títulos valores creando inversiones de un largo plazo mayor y, sin duda, son más rentables. Esto aumenta la liquidez del mercado y mejora la asignación de capital aumentando la productividad.

Por otro lado, los mercados de valores con un alto desarrollo pueden favorecer la movilización de recursos. Este proceso se realiza a través de la canalización de ahorros de muchos agentes heterogéneos a un solo emisor que necesita recursos. Esto permite reducir costos de transacción asociados a recolectar fondos de diferentes individuos.

Al respecto el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de México (2010: 26), menciona que también es posible superar las asimetrías de información haciendo que los inversionistas entreguen sus ahorros a la inversión. Tanto la adquisición de información como el manejo del riesgo y la movilización de ahorros, son formas en las que el mercado de valores contribuye al desarrollo económico de un país. Según Levine y Zervos (1998), es la liquidez del mercado y no su tamaño, representado por la capitalización del mercado, lo que importa para el crecimiento de largo plazo. Así, la teoría y la evidencia pasadas sugieren que los bancos y el mercado de valores promueven el crecimiento económico.

Otro beneficio sobresaliente de la existencia de mercados bursátiles es la posible imposición de una mayor regulación en el área de la gestión económica: ser sensible a los cambios de política, particularmente la política monetaria, los mercados de valores, a través de su propia existencia, ayudan a aumentar la credibilidad de las políticas.

En un tercer plano, el desarrollo de los mercados de valores apunta a dos pilares fundamentales: las consideraciones de retorno que los inversores las ejecutan en estas alternativas, se traducirá en un aumento en la cantidad de ahorro. Los mercados de valores proporcionan la transferencia de ahorros a las inversiones más correctas y más eficientes por el mecanismo del mercado, por lo que hacen que la utilización de las fuentes económicas sea más racional y más correcta.

Los intercambios no sólo proporcionan liquidez a los valores financieros, además, hacen posible que los valores se negocien a un precio en un momento dado. Las empresas de propiedad pública desempeñan un papel importante en la redistribución de la riqueza, los recursos se canalizan al sector industrial y como resultado se observan cambios estructurales en la Industria, y la confianza se establece. Por lo tanto, los intercambios funcionan como un barómetro en el sistema financiero.

Según Quintana (2010:18), para una sociedad es muy importante contar con un mercado de capitales desarrollado, donde se negocien volúmenes altos y donde haya muchos instrumentos más allá de los conocidos bonos y acciones, que permitan obtener financiamiento ya que esto incide de manera importante en el nivel de actividad y crecimiento de una economía.

Un mercado de valores interno desarrollado, permite entre otras ventajas, fomentar el ahorro nacional, la diversificación del sector financiero, mayor competencia del sector financiero, asignación más eficiente de los recursos de la economía, constituir una fuente de financiamiento a menor costo para las empresas, y mercados de capitales eficientes atraen capitales e inversión extranjera.

Desarrollo del mercado de valores

El mercado de valores ha tomado un papel importante en el crecimiento de las economías. Cada vez existen más estudios con evidencia empírica que demuestra la importancia de esta relación. De acuerdo a la investigación realizada por Demirguc-Kunt y Levine (1995), "el desarrollo del mercado de valores juega un papel importante en predecir el crecimiento económico futuro". Adicionalmente, se ha establecido que esta relación es bidireccional.

El desarrollo del mercado de valores es necesario para el crecimiento económico y viceversa. Según lo indicado por García y Liu (1999), "Está completamente comprobado que un sistema financiero que funcione es crucial para el crecimiento económico, el mercado de valores juega un papel importante en este crecimiento. Entonces la pregunta de qué factores macroeconómicos determinan el desarrollo del mercado de valores se vuelve importante".

Es necesario mencionar que crecimiento y desarrollo no son lo mismo. Para el mercado de valores, crecer significa que aumenta en tamaño o liquidez; desarrollar implica aumentar o mejorar su capacidad para satisfacer las necesidades de una economía.

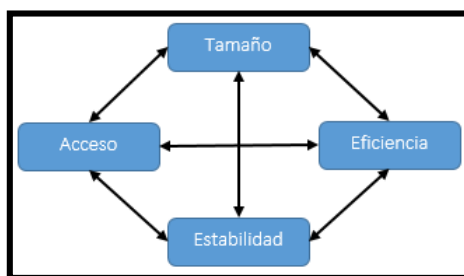
El desarrollo del mercado de valores se refleja mejor en la calidad de los servicios que proporciona y en la liquidez, más que en el tamaño o rendimiento. Según Suckharoensi (2013:75), "un mercado de valores puede ser más líquido pero no necesariamente más "desarrollado" y un mercado bien desarrollado puede servir mejor a la economía con su tamaño y liquidez que uno del mismo tamaño y liquidez que está menos desarrollado."

Desde esta perspectiva, se han realizado varios estudios en los que se relacionan diferentes variables macroeconómicas con el desarrollo del mercado de valores (Nazeur y Ghazouani, 2007; García y Liu, 1999; Cherif y Gazdar, 2010; Yartey, 2008). En estos estudios se demuestra que la liquidez es el factor más importante para lograr este objetivo.

Sin embargo, es importante mencionar que en estos estudios se han tomado solo algunos factores que contribuyen al desarrollo del mercado de valores. Según Pariyada (2013, 344), "los análisis desglosan los datos para enfocarse en un aspecto a la vez."

El problema con esta segmentación es que se pueden dejar de lado otros aspectos importantes que deberían ser analizados. En el estudio realizado por Pariyada (2013), se indica que existen cuatro aspectos fundamentales que deben analizarse para establecer el grado de desarrollo de un mercado financiero. Véase figura 2

Figura 2. Indicadores de Desarrollo del Sector Financiero (IDSF)



Fuente: The Analysis of stock market development indicators; Pariyada y Sorasart (2013)
Elaboración: Ximena Moreno

En la figura anterior se establece que los 4 pilares fundamentales del desarrollo de un mercado financiero son el tamaño, medido por la capitalización bursátil; el acceso, medido por la cantidad de emisores del mercado y por la concentración de las 10 empresas más grandes; la eficiencia, medida por el promedio de los costos de negociación; y la estabilidad, medida por la volatilidad de los precios.

Tamaño: De acuerdo a lo mencionado por Pariyada y Sorasart (2013), un mercado de valores más grande ofrece una importante fuente de capital de inversión a costos relativamente bajos. Además, proporciona una variedad de productos que reducen el costo del capital que es esencial para el desarrollo.

Acceso: El desarrollo del mercado de valores también depende en gran medida de la facilidad para los inversores y las empresas de acceder al mercado. Menos concentración de las mejores empresas en el mercado es preferible para un mercado bien desarrollado. De acuerdo a lo mencionado por Pariyada y Sorasart (2013). Esto significa que no solo las grandes empresas, sino también las pequeñas, pueden recaudar fondos y competir de manera justa en el mercado.

Eficiencia: Un mercado de valores bien desarrollado debería proporcionar a los inversores y a los participantes, la oportunidad de asignar capital a las inversiones productivas eficientemente. Para ser eficiente Pariyada y Sorasart (2013), mencionan que el valor de las acciones debe tener un alto movimiento dentro de los precios frecuentes, y esto debe reflejarse en el bajo costo de transacción.

Estabilidad: Un mercado financiero fuerte permite reducir el problema de asimetría de información. Esto promueve la estabilidad y el crecimiento de largo plazo de las economías. Según Pariyada y Sorasart (2013), para que el mercado sea estable, los rendimientos deben ser constantes y no tener sesgos de manipulación en las ganancias.

Variables macroeconómicas que inciden en el mercado de valores

La macroeconomía se encarga de mostrar una visión general de la actividad económica de un país. Según Samuelson (1985; 772), es un "Análisis que se refiere a la conducta de la economía en su conjunto con respecto a la producción, la renta, el nivel de precios, el comercio exterior, el desempleo y otras variables económicas agregadas". Dentro de este análisis se enmarca el impulso de los mercados que requieren el correcto funcionamiento de las economías para alcanzar un mayor desarrollo.

Por esta razón se han realizado cada vez más estudios empíricos que permitieron obtener un mayor conocimiento acerca de las variables macroeconómicas que inciden en el mercado de valores. Autores como Levine, De la Torre, Yartey, García y Liu han aportado importante información sobre esta incidencia. A continuación, se expone algunas de las variables macroeconómicas que demostraron tener influencia dentro del mercado de valores.

Los estudios con evidencia empírica se han enfocado principalmente en la capitalización bursátil como una medida fundamental del desarrollo del mercado de valores. Según Pariyada y Sorasart, se puede definirla como (2013; 13) “una medida de la capacidad de asignar capital a los proyectos de inversión y de proporcionar oportunidades significativas para la diversificación del riesgo”. Es por esto que en muchos modelos econométricos se ha tomado a esta variable como la dependiente para la determinación del grado de desarrollo de los mercados. (García y Liu, 1999; Bayar, 2015; Josphat, 2012; Cherif, 2006; Yartey, 2008).

Nivel de ingreso: PIB y PIB per cápita

El desarrollo y crecimiento de una economía se refleja en el Producto Interno Bruto. Según Samuelson (1985:396), “el PIB es la medida del valor de mercado de todos los bienes y servicios finales producidos en un año dentro de un país”. Este indicador influye en las expectativas de las empresas que tienen acciones en el mercado. Cuando la actividad económica mejora, la valoración de los activos financieros aumenta.

De acuerdo a Court (2010:28), el PIB describe un conjunto de tendencias que determina el comportamiento de los ciclos económicos y permite reconocer en qué momento de aquellos se encuentra la economía, lo que a su vez nos permite tomar decisiones acertadas sobre las oportunidades de inversión en el mercado de capitales. Por otro lado, el PIB per cápita establece un mayor ingreso de la población que está disponible para demandar activos financieros con el consiguiente aumento del precio de las acciones.

Según los estudios realizados por (García y Liu; Cherif y Yartey), el ingreso real medido por el PIB se encuentra altamente correlacionado con el tamaño del mercado de valores. Cuando existe mayor intermediación en el mercado, es mayor el crecimiento del ingreso real y este tiene un impacto en el mercado de valores.

En esta misma línea (Bayar, Josphat y Sukruglu y Funda), afirman que el crecimiento económico tiene un efecto significativo y positivo en el desarrollo del mercado de valores. Es un indicador del desempeño económico. Cuando este aumenta, implica que existe más ahorro e inversión en una economía y que la población tiene una mayor educación financiera. Adicionalmente, indican que un mayor nivel de ingreso permite canalizar más recursos hacia el ahorro, lo que permite el incremento de las negociaciones a través del mercado de valores.

Acerca de este tema, Owiredú (2016:37), menciona que según la ley de demanda al incrementarse los ingresos medidos por el PIB incrementará la demanda de nuevos servicios financieros que pueden ser ofrecidos por el mercado de valores. Según lo indica García y Liu (1999:39), "mayor intermediación provoca crecimiento del ingreso real. A su vez promueve el desarrollo del mercado de valores. Su componente cíclico debe impactar en el tamaño del mercado y su índice de precios".

Por otro lado, el nivel de ingresos es una variable que tiene otros efectos en las demás variables de la economía porque está relacionada con: mejores ambientes institucionales y legales, derechos de propiedad y mayor educación. De esto Owiredú (2016:37), indica que "un mayor ingreso mejora los estándares de vida, crea riqueza y promueve el ahorro permitiendo a las empresas operar en un mejor ambiente".

Estabilidad macroeconómica: Inflación y tasa de interés

La inflación se define como un fenómeno de alza pronunciada del nivel general de precios de bienes y servicios y la consiguiente disminución del poder adquisitivo. Según menciona Court (2010; 29)

La inflación es uno de los indicadores que permite ubicar en qué momento del ciclo económico se encuentra una economía. Así tenemos que en momentos de expansión la inflación tiende a incrementarse, como resultado de una alta expansión de la demanda interna. En cambio, cuando se está en la última etapa de recesión, la inflación tiende a disminuir.

En principio, se establece que la inflación tiene un efecto importante sobre los dividendos y la tasa de capitalización pues representa un crecimiento de los precios y de las tasas de interés. Cuando existe inflación, aumentan los costos que deben desembolsar las empresas para mantener su crecimiento por lo que deben restringir el aumento de sus dividendos, Court (2010)

En varios estudios de caso (García y Liu, Bayar, Josphat, Cherif, Sukruoglu,) se afirma que la inflación tiene un efecto negativo pues este indicador muestra una mayor inestabilidad económica. Adicionalmente, alta inflación hace que las acciones sean menos atractivas para los inversionistas. Cuando los precios son más altos, la población se ve obligada a destinar una mayor cantidad de sus recursos en consumo, por lo tanto, el ahorro y la inversión se ven disminuidos.

Por otro lado, la tasa de interés puede definirse como el costo real de cualquier tipo de inversión. Se determina en el mercado de dinero. Según Samuelson (1985:489), "la tasa de interés es el precio que se paga por pedir dinero prestado. Se calcula como porcentaje anual sobre la cantidad de los fondos prestados. Hay muchas tasas de interés que dependen del vencimiento, el riesgo, el estado impositivo"

Según (Josphat, Cherif y Yartey), en este sentido existe una relación inversa entre esta variable y el mercado de valores ya que la tasa de interés se establece como un rendimiento alternativo de bajo riesgo. Cuando aumenta la tasa de interés para inversiones del sector bancario, este se hace más rentable por lo que se toma ésta como la mejor decisión de inversión.

Al disminuir la demanda de inversiones del mercado de valores se provoca una caída del precio por lo que se muestra la relación inversa. De acuerdo al estudio realizado por García y Liu (1999), altas tasas de interés reducen la inversión y muestran inestabilidad financiera en la economía. También, pueden mostrar una crisis económica.

Según lo indica Bayar (2015:83), se utilizan estas variables como estimadores de la estabilidad macroeconómica porque son factores que demuestran la salud de la economía. Por un lado, durante periodos de alta inflación, las decisiones para prestar y ahorrar se distorsionan. Los rendimientos de las empresas se vuelven ambiguos y las firmas deben reducir su acumulación de capital. Esto reduce la oferta de acciones en el mercado de valores. Por otro lado, las tasas de interés altas están asociadas con un mayor riesgo. Este tiene un efecto negativo en los mercados financieros, lo que reduce la capitalización bursátil.

La estabilidad macroeconómica es importante para el desarrollo del mercado de valores porque las inversiones requieren de cierto grado de certidumbre en la economía para generar una mayor participación de los inversionistas. Según menciona Owiredu (2016:38), "con una mayor estabilidad macroeconómica se espera que más firmas e inversionistas formen parte del mercado de valores. La participación está influenciada por cambios en la política monetaria o fiscal".

Adicionalmente, la inestabilidad económica hace que las empresas y los inversionistas tengan menos incentivos para participar en el mercado de valores. Los precios de los títulos valores se vuelven más inestables y es difícil conocer si estos cambios son temporales o permanente, por lo que aumenta la incertidumbre y los valores se vuelven menos atractivos. García y Liu (1999).

Flujo de dinero: ahorro e inversión

El ahorro se establece como el ingreso disponible en las familias luego de utilizarlo en consumo y satisfacción de sus necesidades. Es decir, se utilizan estos recursos en un futuro posterior al que ingresaron generando así un flujo de ingresos. Según Samuelson (1985; 431). "el ahorro es la parte del ingreso personal disponible que no se consume".

La variable de ahorro permite medir los recursos que son utilizados para la inversión dentro del sistema financiero. Este dinero se encuentra disponible para que los individuos realicen inversiones y se puedan canalizar los recursos a los

sectores productivos requeridos. Según menciona Wassal (2013:606), sobre la relación entre el mercado de valores y el ahorro

La función principal de los mercados de valores es servir como un mecanismo para transformar el ahorro en financiamiento para el sector real. Desde un punto de vista teórico, los mercados de valores pueden acelerar el crecimiento económico movilizándolo e impulsando el ahorro interno y mejorando la cantidad y calidad de la inversión. Una mejor movilización de ahorros puede aumentar la tasa de ahorro y si los mercados de valores asignan ahorros a proyectos de inversión que produzcan rendimientos más altos, la tasa creciente de retorno a los ahorradores hará que los ahorros sean más atractivos. En consecuencia, más ahorros se canalizarán hacia el sector corporativo. Los mercados de valores eficientes hacen que las empresas compitan en igualdad de condiciones para obtener fondos y ayudar a que las inversiones sean más eficientes.

Según los estudios realizados por (García y Liu, Cherif y Sukruoglu), el ahorro juega un papel importante en el desarrollo del mercado de valores. Cuando este indicador aumenta se muestra un mayor ahorro por parte de la población que se traduce en mayor inversión en el mercado de valores. Por lo tanto, existe una relación positiva significativa.

La inversión y el ahorro se consideran dos variables que inciden de manera importante en el mercado de valores. Esto se debe a que los recursos que provienen del ahorro son canalizados hacia las inversiones más productivas a través del mercado de valores. Según lo mencionado por Owiredun (2016:37), los mercados de valores son un tipo de intermediarios financieros que entregan los recursos para proyectos de expansión de los negocios y normalmente la cantidad de flujo que se destine depende del ahorro.

El principal canal de relación entre estas variables está dado por la capitalización bursátil. Cuando existen más recursos en el mercado de valores, este se vuelve líquido y aumentan el rendimiento de las inversiones lo que mejorará su calidad. Esto genera eficiencia en la colocación de recursos. Sukruoglu (2014:67).

Desarrollo del sector bancario: créditos otorgados por el sistema financiero

El estado del sistema financiero se considera un indicador adecuado de la situación económica de un país y de las expectativas que pueden generarse sobre las ganancias esperadas dentro del mercado de valores. Según Bayar (2015:82) "todos los mercados financieros están conectados. Si uno de ellos mejora, esto también ayuda al desarrollo de los otros mercados financieros "

En varios estudios realizados por (García, Joshpat, Cherif, Yartey, Demirguc-Kunt), se demostró que existe una relación positiva entre el desarrollo sector bancario y el desarrollo del mercado de valores. La relación es significativa y positiva, puesto que en el corto plazo son complementarios. Desde esta perspectiva, los bancos y

el mercado de valores entregan una gama de productos diferentes entre sí a los inversionistas.

Sin embargo, puede suceder que en el largo plazo el mercado de valores y el sistema bancario se conviertan en sustitutos, lo que provocaría una reducción del desarrollo de uno de los dos sistemas. Esto se debe a que el tamaño del sector bancario está relacionado con el de la economía y los bancos que juegan un papel decisivo en el financiamiento a largo plazo. La ventaja que tiene el mercado de valores sobre este, es que los inversionistas pueden hacer líquidos sus recursos más rápidamente que en el sector bancario. Levine (1999:28).

De acuerdo a lo mencionado por García y Liu (1999:40) dado que el sector bancario y el mercado de valores intermedian ahorros hacia la inversión pueden ser complementarios o sustitutos. En un mercado perfecto en el que la información es simétrica y la competencia es perfecta los inversionistas pueden escoger de manera aleatoria entre el mercado de valores o el sector bancario. Pero esta relación se distorsiona debido a las diferentes cargas impositivas, subsidios o regulaciones que puedan establecerse a los sistemas. Adicionalmente, la diferencia entre los rendimientos y las tasas de interés de los bancos provocan una relación negativa en el desarrollo de los dos sectores.

Como una variable adicional se incluye a la liquidez que se define como la facilidad que tiene el mercado de valores para comprar y vender títulos en un periodo relativamente corto y a un bajo costo. Es importante que un mercado de valores desarrollado sea líquido porque mejora la colocación de recursos y provoca el incremento de su operación a través de la participación de nuevos inversionistas. Josphat (2012:60).

Según lo indica Josphat (2012:59), "cuando el mercado de valores es líquido, mayor cantidad de ahorros son canalizados a través de este. Fortaleciendo el desarrollo y que los inversionistas nos pierdan acceso a sus ahorros". Un mercado que opera bajo esta condición minimiza los riesgos de falta de pago por parte de los emisores y refuerza la confianza de los inversionistas.

Acerca de los inversionistas y la liquidez, Owiredú (2016:38), menciona que el mayor beneficio de un mercado líquido es obtener inversiones de largo plazo más rentables. García y Liu (1999:4), afirman que estos proyectos requieren de un mayor compromiso de capital por parte de los agentes pagadores lo que aumenta el riesgo de incumplimiento. Sin embargo, los inversionistas son reacios a asumir estos riesgos por lo que requieren de un mercado con mayor liquidez que limite los efectos de este riesgo.

Adicionalmente a este beneficio Wassal (2013:616), indica lo siguiente:

- 1) Hace que las inversiones sean más atractivas. Los inversionistas pueden negociarlas fácilmente. Asimismo, les permite intercambiar títulos valores si desean cambiar la composición de sus portafolios.
- 2) Los mercados líquidos permiten a las instituciones financieras aceptar mayores desajustes entre activos y pasivos.
- 3) Permiten que las empresas tengan acceso permanente a capital mediante emisiones de acciones.
- 4) Los mercados líquidos permiten que un banco central utilice instrumentos monetarios indirectos y contribuyan a un mecanismo de transmisión monetaria más estable.

Además, existen otros autores que han incluido aspectos institucionales que afectan al desarrollo del mercado de valores entre los que se destacan los factores de riesgo del país, la calidad de la gobernabilidad, incluyendo la corrupción, los derechos políticos, la eficiencia del sector público y las cargas regulatorias. (Cherif, 2006; Yartey, 2008).

Dentro de este análisis se indica que una economía que posee una mejor calidad institucional y no posee manipulación política, refuerza la confianza por parte de los inversionistas y emisores, por lo que aumentan las operaciones que se realizan a través del mercado de valores. Según lo indicado por Demirguc - Kunt y Levine (1995:299), la regulación sobre la información que presentan las compañías y los intermediarios financieros, refuerza la participación de los inversores. Para el efecto, es necesario establecer políticas o normas que incrementen la confianza en los intermediarios financieros para ampliar la cantidad de operaciones que se realizan a través del mercado de valores.

El mercado de valores ecuatoriano

De acuerdo a lo establecido por Elizondo (2005:5), el mercado de valores es un “conjunto de oferentes y demandantes de fondos a corto, mediano y largo plazo, representado por instrumentos de captación y colocación de recursos, a través de intermediarios financieros”. El mercado de valores ecuatoriano se define como un mecanismo o lugar en donde se realiza el intercambio de activos financieros que están inscritos en el Registro del Mercado de Valores y regulados por la Superintendencia de Compañías.

En dicho escenario se realiza la compra y venta de títulos valores denominados negociaciones bursátiles a través de intermediarios autorizados llamados Casas de Valores. Cuenta con dos Bolsas de Valores a nivel nacional, una en la ciudad de Quito (BVQ) y otra en la ciudad de Guayaquil (BVG). Las negociaciones realizadas en las dos bolsas de valores representan el total de transacciones realizadas a nivel nacional.

En la actualidad, los mercados de valores han tomado un papel importante en el crecimiento del país. Se consideran una fuente importante para la diversificación de la inversión y una alternativa al financiamiento tradicional por parte de las empresas.

En el presente capítulo se realiza un análisis acerca de la evolución y desarrollo del mercado de valores ecuatoriano, a través de su caracterización histórica, su funcionamiento e importancia dentro de la economía. Adicionalmente, se describe el comportamiento de las negociaciones bursátiles y de los emisores en el período 2005 – 2016.

Historia del mercado ecuatoriano de valores

A nivel mundial las bolsas de valores tomaban un rol fundamental en las economías. Demostraron ser importantes en su crecimiento y desarrollo. En el caso ecuatoriano, el primer intento de creación de una bolsa de valores se realizó en la ciudad de Guayaquil en el año de 1873 con la creación de la denominada Bolsa Mercantil de Guayaquil, cuyas operaciones lo iniciaron con la inscripción de 20 empresas que buscaban levantar capitales y crear nuevos negocios.

Sin embargo, la inestabilidad provocada por la revolución liberal provocó que este establecimiento fuera cerrado a inicios del siglo XX. Según la BVG (2012:13) “Entre las empresas cotizantes se encontraban los principales bancos de este entonces: Banco de Crédito Hipotecario, Banco del Ecuador, Banco Agrícola, entre otros”.

Posteriormente, en el año de 1930 se intentó nuevamente la creación de una institución que diera un marco regulatorio y legal al mercado de valores. Se creó

la Bolsa de Comercio de Guayaquil. Esta idea fracasó debido a que el país no contaba con la estabilidad necesaria para solventar las bases de desarrollo de esta empresa.

Luego de 20 años, en 1950, se establece nuevamente la idea de una institución para controlar el deficiente mercado de valores, con la creación de la Comisión Nacional de Valores que pretendía establecer una regulación más sólida. BVG (2012).

Finalmente, en el año de 1969 se institucionalizó el mercado de valores a través de dos hechos fundamentales: Primero, la expedición de la Ley de Compañías y de la Ley de la Comisión de Valores. Segundo, la iniciativa de la Corporación Financiera Nacional (CFN), para la creación de dos bolsas de valores, una en Quito y otra en Guayaquil.

Según lo mencionado por la BVG (2012:14), "Se crearon con el propósito de dar una base más amplia para que las empresas se nutran de capitales abiertos para afrontar el desarrollo". Con esto, el 2 de septiembre de 1970 se realiza la primera rueda de negociaciones en el Ecuador.

Según datos de la BVG (2012), el monto total de negociaciones de ese año alcanzó 108 millones de sucres. En su mayoría, los títulos más negociados fueron las cédulas hipotecarias con un 46% del total; seguido por bonos del Estado con 38%. En ese entonces, las acciones apenas lograron un 3,5% del total negociado junto con otros títulos que consiguieron el 13%.

A partir de esta fecha, las bolsas de valores del Ecuador mantuvieron un crecimiento importante y lograron consolidarse como un verdadero mercado. En el año de 1974, el Banco Central del Ecuador auspició una mesa redonda para conocer el diagnóstico y las cifras que arrojaba el mercado de valores. En esta reunión participaron representantes del sector público y privado.

Estaban vinculados con las políticas que se encargaban de captar el ahorro nacional Arauz (2009). Entre los participantes podemos anotar lo siguientes: Banco del Pacífico, Banco del Pichincha, Bolsa de Valores de Guayaquil, Cofiec, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Ministerio de Finanzas, Superintendencia de Bancos, Superintendencia de Compañías y Comisión de Valores.

El diagnóstico de esos cuatro años fue bastante prometedor, pues el crecimiento promedio fue de 626 millones de sucres. La mayor participación fue del sector público con el 92,91% para 1973. Debido a la utilización de los bonos de estabilización monetaria adquiridos por el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y el Banco Central del Ecuador para financiar el déficit fiscal. En esta mesa se establecieron importantes conclusiones para el desarrollo del Mercado de

Valores, buscando propiciar la distribución justa del capital y el acceso al crédito. BVG (2012).

Con este precedente, en 1981 se presentó el “Programa para el Desarrollo del Mercado de Valores Ecuatoriano”, el mismo que fuera realizado por la Superintendencia de Compañías y permitió que en 1984, se expidiera primera Ley del Mercado de Valores, como una normativa para su funcionamiento, un espacio para canalizar el ahorro y financiar al Estado.

Adicionalmente, se establecieron los roles de cada participante y se transformó a las bolsas de valores en corporaciones civiles sin fines de lucro. Por otro lado, la regulación le fue asignada a la Superintendencia de Compañías. Se creó la Intendencia del Mercado de Valores y el Consejo Nacional de Valores con la finalidad antes enunciada, BVG (2012).

En 1998 se expide una segunda Ley del Mercado de Valores que promovía la innovación financiera a través de la implementación de las titularizaciones como nuevo título valor. Además, se estableció los inversionistas institucionales como nueva figura del mercado de valores. Con la crisis de 1999 las operaciones del mercado de valores se detuvieron sustancialmente, pues la inflación limitó las emisiones de las empresas del sector privado. La dolarización oficial restringió los mercados de liquidez y el financiamiento productivo se detuvo.

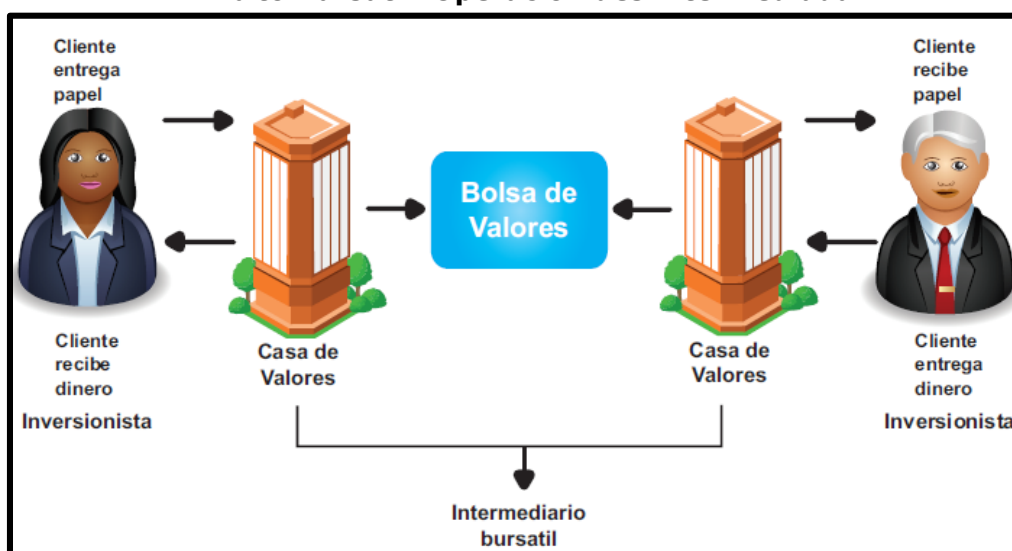
Al lograr una relativa estabilización de la economía ecuatoriana dolarizada se buscó promover al mercado de valores. A través de la privatización de las empresas estatales para que se ampliara el ámbito de acción del sector privado y se aumente la inversión de capital en el país. Finalmente, para el año 2014 se reemplaza a la ley de 1998 con la Ley Orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil.

Esta nueva ley se estableció dentro del Código Orgánico Monetario y Financiero que sintetiza, dentro de un mismo cuerpo legal, todas las disposiciones de política monetaria, financiera y crediticia. Superintendencia de Compañías (2016).

Sistemas de negociación

Los sistemas de negociación son mecanismos que se utilizan para realizar la compra y venta de títulos valores. El mercado de valores ofrece la oportunidad de realizar negociaciones mediante la desintermediación financiera, participan los emisores de valores, inversionistas y casas de valores, estas permiten el encuentro de emisores e inversionistas, se encargan de realizar las negociaciones en las bolsas de valores. Estas últimas actúan como el mercado en donde oferentes y demandantes se encuentran. Véase figura 3

**Figura 3: Movilización directa de recursos
Ámbito Bursátil: Operación desintermediada**



Fuente y elaboración: Superintendencia de Compañías, Guía estudiantil del mercado de valores 2012

El primer paso es que los participantes se registren en el Registro del Mercado de Valores. Según la BVQ¹, es el lugar en el que se inscriben los valores y sus participantes (emisores, casas de valores, operadores de valores). Están encargados de proveer información suficiente y actualizada para realizar una emisión de valores en el mercado ecuatoriano.

Los emisores pueden ser compañías mercantiles, instituciones financieras o del Estado. Las casas de valores son sociedades anónimas con la facultad de realizar negociaciones en el mercado de valores cuyos operadores son los que actúan en representación de estas.

El segundo paso permite a los emisores acudir a las casas de valores para crear una oferta pública de valores y negociar sus títulos valores. Pueden ser acciones, obligaciones, papel comercial, bonos del estado, valores de contenido crediticio, entre otros. Este proceso se realiza según las necesidades de financiamiento que tenga la entidad. Según la Superintendencia de Compañías (2012), en la estructuración "se ve las posibilidades de pago de las empresas y se ofrecen tasas de interés que son mayores respecto de las tasas pasivas y menores a la tasa activa y a plazos más prolongados de aquellos que ofrece el sistema financiero tradicional".

En el tercer paso de la negociación se encuentran los inversionistas que son los que proveen los recursos al mercado de valores. Los inversionistas acuden a una casa de valores que les entrega información técnica suficiente para asesorar su inversión. Finalmente, toman la decisión y dan la orden al operador de valores

¹ <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/las-casas-de-valores/> Recuperado [8 de abril del 2017]

para proceder con la compra o venta del título valor que se adecue a sus necesidades asumiendo el riesgo respectivo.

Oferta pública de valores

Los emisores que buscan financiar sus actividades a un costo más competitivo, optan por realizar una oferta pública de valores. Según la BVQ², es una propuesta que se dirige al público con el propósito de negociar valores en el mercado. En este documento se incluyen las características que tendrán los títulos como el monto, las tasas de interés o rendimiento, el plazo y el análisis técnico sobre la emisión. Las ofertas públicas que pueden realizarse en el Ecuador son las siguientes:

Oferta pública de acciones

Esta opción se presenta a las entidades que buscan fortalecer su patrimonio. La compra de estas acciones da la calidad de accionistas de la empresa a sus propietarios.

Oferta pública de deuda

La segunda opción que ofrece el mercado de valores es la emisión de deuda. Puede ser de tres tipos: obligaciones, obligaciones convertibles en acciones y papel comercial.

La emisión de obligaciones permite a las empresas emitir títulos a un determinado plazo y rendimiento. Generalmente, son emisiones de largo plazo y se ofrecen al público en general. Por otro lado, la emisión de obligaciones convertibles en acciones permite que el propietario sea accionista de la empresa emisora. Finalmente, la emisión de papel comercial se realiza en un plazo no mayor a 359 días. La característica especial de estos títulos es que son revolventes. Significa que pueden colocar, pagar y recomprar el papel en un plazo de 720 días de acuerdo a las necesidades de fondos del emisor.

Titularizaciones

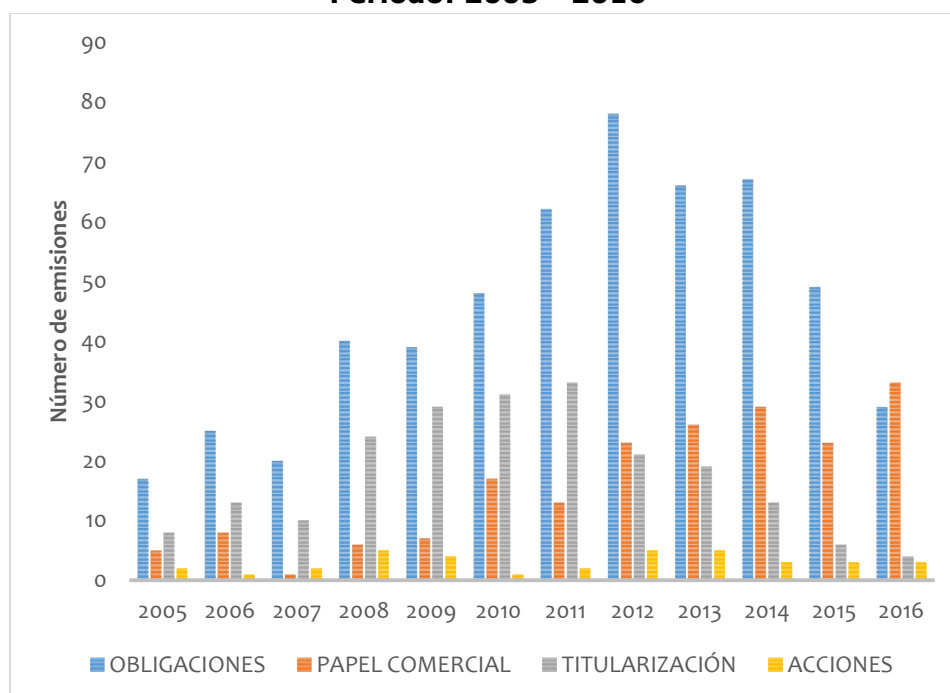
En el proceso de titularización se busca que los activos de baja rotación se conviertan en valores negociables para que la empresa obtenga liquidez. Según lo establecido por la Superintendencia de Compañías, estos valores se emiten con cargo a un patrimonio autónomo, fideicomiso mercantil o fondo colectivo de inversión, deben tener la capacidad de generar flujos futuros de fondos con los cuáles se pagará el capital y el rendimiento de los valores emitidos.

Durante el período 2005 – 2016, la emisión principal de títulos valores corresponde a obligaciones con un total de 540 emisiones, de lo cual año 2012 fue el mayor,

² <http://www.bolsadequito.com/index.php/mercados-bursatiles/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores>
Recuperado el [8 de abril del 2017]

con un total de 78. En segundo lugar, se encuentran las titularizaciones con un total de 211 y el papel comercial con 191. Por otro lado, las acciones apenas tuvieron un total de 36 emisiones en los últimos 12 años. Esto demuestra que el mercado ecuatoriano de valores está mucho más concentrado en títulos valores de renta fija. Véase el gráfico 1

Gráfico 1: Número de emisiones de oferta pública por título valor
Período: 2005 - 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 - 2016

Elaboración: Ximena Moreno

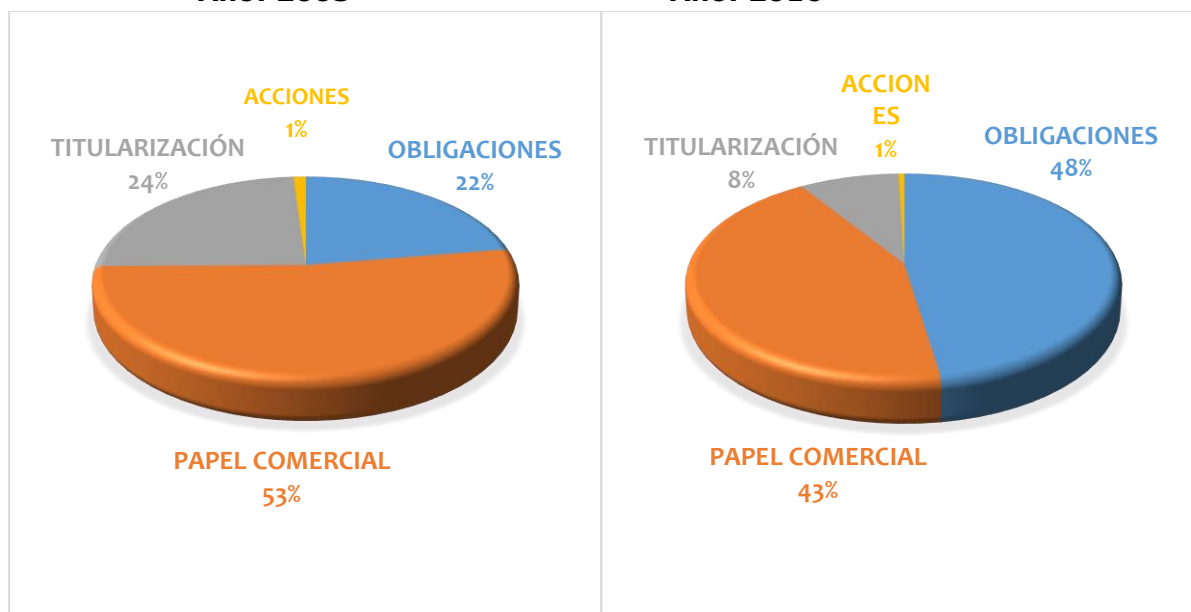
En el año 2005, los montos emitidos de oferta pública alcanzaron los \$ 463 millones de dólares. De este total, el 53% o \$243 millones correspondieron a papel comercial; A titularizaciones le correspondieron el 24% o \$112 millones, a la emisión de obligaciones 22% o \$104 millones y a acciones el 1% o \$4 millones. En este año se realizaron apenas dos emisiones de acciones correspondientes a los emisores Industrias Guapán S.A. y La Reserva Forestal REFOREST S.A.

Para el año 2016, la tendencia de emisión de acciones no cambió sustancialmente. Se realizaron tres emisiones de acciones en el segundo trimestre del año. Los montos apenas alcanzaron el 1% del total o \$3 millones. Las instituciones que participaron dentro de este proceso de oferta pública fueron La Ensenada Forestal, Mutualista Pichincha y Brikapital.

Por otro lado, la estructura de emisiones de títulos de renta fija cambió, las obligaciones aumentaron los montos emitidos con un total de \$247 millones o 48%. Significa que para este año se realizaron ofertas públicas de títulos a plazos superiores a los 4 años. En segundo lugar, se encuentra el papel comercial que redujo sus emisiones al 43% o \$226 millones.

Adicionalmente, las titularizaciones apenas fueron de 8% o \$44 millones. La tendencia del mercado hacia los títulos valores de renta fija se ha mantenido e inclusive ha variado su estructuración para satisfacer las necesidades de un mercado con preferencias hacia títulos que ofrecen un rendimiento predeterminado y un riesgo relativamente bajo. Véase gráficos 2 y 3

Gráfico 2: Montos por tipo de título Año: 2005 **Gráfico 3: Montos por tipo de título Año: 2016**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

Proceso de emisión de títulos valores

Los emisores escogen una opción del mercado de valores de acuerdo a sus necesidades de financiamiento y capacidad de pago. Las casas de valores son las encargadas de realizar la asesoría de un proceso de emisión. Según la Guía estudiantil del mercado de valores (2012), este proceso se resume en tres pasos:

1. Preparación de la emisión.
2. Inscripción en el Registro de Mercado de Valores.
3. Colocación de títulos en el Mercado de Valores.

1. Preparación para la emisión

- a) *Estructuración de la emisión.* La empresa que busca financiamiento establece el monto que requiere. Según este criterio puede realizar una emisión de obligaciones o acciones. Las casas de valores, a través de su departamento de estructuraciones, se encarga de realizar el análisis técnico

y financiero para determinar la forma de emisión de los títulos y los flujos futuros de esta.

Para esto solicitan información actualizada de la compañía y realizan el proceso de oferta pública que contiene las características de la emisión que se va a realizar. Según BVG (2012) "Una casa de valores puede demorarse alrededor de 30 días en la estructuración de la emisión".

- b) *Obtener una calificación de riesgo.* Se solicita para los procesos de emisión de obligaciones y papel comercial. Se realiza a través de una calificadora de riesgos acreditada para realizar este proceso. En el caso de acciones, estas no son obligatorias. Según BVG (2012) "la ley estipula que para cada emisión de obligaciones se necesita una calificación de riesgo al inicio y una actualización de la misma por cada semestre siguiente".

Adicionalmente, el emisor debe contratar dos servicios:

- i) Un estudio jurídico que precautele los intereses de los inversionistas. Se conoce como representante de los obligacionistas.
- ii) Una institución financiera que se encargue de los pagos de capital e intereses. Se conoce como agente pagador. El objetivo de la creación de los prospectos es entregarlos al mercado de valores para dar a conocer las características de los títulos.

2. Inscripción en el Registro del mercado de valores

La Superintendencia de Compañías es el ente regulador del mercado de valores. A través del Registro del mercado de valores se inscriben todos los títulos que se van a negociar, para cuyo efecto los emisores deben seguir los siguientes pasos BVG (2012):

- Enviar una carta a la Superintendencia de Compañías para realizar la oferta pública de valores.
- Esperar un plazo de 15 días para la revisión del prospecto y la respectiva autorización de inscripción.
- Publicar la autorización de oferta pública una vez en uno de los diarios de mayor circulación en el país.
- Pagar una cuota de inscripción.
- Recibir el número de inscripción.

- 3. Colocación de los títulos.** La colocación es la venta al mercado de los títulos valores emitidos. Estas operaciones de compra venta se realizan a través de una casa de valores.

Mecanismos de negociación

Según la BVG (2012:35) “en los mercados de valores es común denominar rueda de negociaciones a los sistemas a través de los cuales se negocian los títulos”. En el mercado ecuatoriano existen dos tipos de rueda:

1. *Rueda de viva voz.* En la que participan los operadores de valores de cada casa y se realiza en un espacio físico determinado por la Bolsa de Valores. Se necesita de la presencia de al menos tres.
2. *Rueda electrónica.* Es la realización de negociaciones a través de un sistema computarizado conectado a una red electrónica.

Cultura bursátil

Se entiende por cultura bursátil al conocimiento que poseen las personas sobre los productos que ofrece el sistema financiero. Permite analizar con mayor criterio aquellos que se adecuan a su intención de inversión. Provee información acerca de su postura acerca del riesgo. El mercado de valores ecuatoriano no se encuentra muy desarrollado por lo que las personas naturales y jurídicas conocen muy poco acerca de su funcionamiento.

Por otro lado, el Ecuador se caracteriza por tener una cultura sesgada al sistema tradicional bancario. Tanto los inversionistas institucionales como individuales prefieren optar por el financiamiento e inversión que ofrecen los Bancos Comerciales. Esto se debe a la escasa difusión que existe sobre las ventajas financieras que ofrece el mercado de valores. En el caso de emisores son: costos de obtención de recursos inferiores y para inversionistas una mayor diversificación de productos con mejores tasas y plazos.

En una encuesta realizada en Cotopaxi, Quintana (2010), encontró que más del 59% de empresas no conocen acerca del posible financiamiento a través del mercado de valores. Además, apenas el 9% de los encuestados había utilizado este tipo de obtención de recursos. El principal problema es el escaso conocimiento de las empresas del proceso y requerimientos para acceder al mercado.

En otro estudio realizado por Rodríguez y Guerrero (2012), mencionan que la cultura financiera debe realizarse en el largo plazo es decir que se permita conocer estos mecanismos de inversión a nivel secundario y universitario puesto que los títulos valores son un instrumento útil para mejorar la economía de los hogares.

Caracterización de las negociaciones realizadas en el mercado de valores

Los mercados de valores son los encargados de realizar la compra y venta de títulos valores. Estas transacciones se conocen como negociaciones, las mismas que en el mercado de valores ecuatoriano se realizan a través de dos bolsas de valores, una en Quito y otra en Guayaquil. Estas transacciones conforman el total de operaciones del mercado.

El estudio desarrollado inicia con una descripción de las negociaciones realizadas a nivel nacional durante el período 2005 – 2016. Luego se realiza un análisis de los títulos valores negociados en estas operaciones para conocer el tipo de mercado ecuatoriano de valores.

Volumen de negociaciones

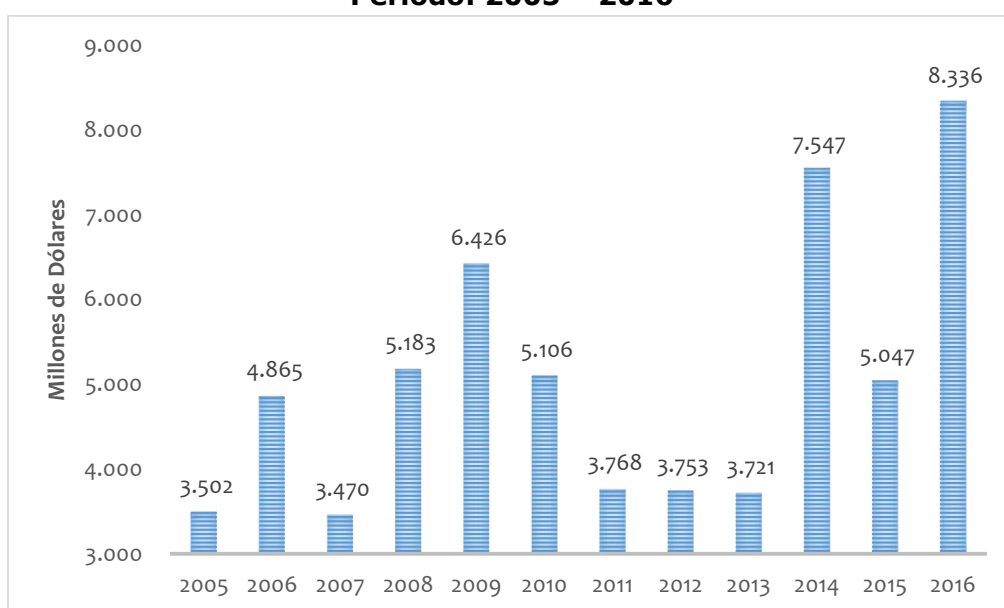
El volumen total negociado se establece como un monto total de transacciones realizadas en el mercado ecuatoriano de valores. Este mercado busca establecerse como una fuente alternativa de financiamiento para las actividades de las empresas. Adicionalmente, presenta inversiones interesantes tanto para personas naturales como jurídicas.

El fortalecimiento del mercado de valores es importante para el crecimiento del país. El volumen de negociaciones del mercado de valores ecuatoriano en el periodo analizado presenta aumentos y disminuciones notables en su tendencia. En el año 2007 se registró el menor número de transacciones con un total de \$3.470 millones de dólares. Le siguen los años 2011, 2012 y 2013 con los menores volúmenes de negociación del periodo. Esto ocasionado por la reducción de las negociaciones de valores emitidos tanto por el sector público como el sector financiero.

Mientras que el año 2016 fue el de mayor movimiento, pues alcanzó un total de \$8.336 millones de dólares. Este año alcanzó este volumen de negociaciones por la inclusión de los Títulos del Banco Central (TBC) que el estado utilizó para pagar a sus proveedores. En principio servían para el pago de impuestos. Sin embargo, muchos tenedores de estos títulos optaron por negociarlos en el mercado para obtener liquidez inmediata.

Esto muestra un crecimiento promedio dentro del período analizado del 8%. Sin embargo, este porcentaje no es representativo. El promedio de negociaciones realizadas durante el periodo analizado fue de \$5.060 millones de dólares. Véase gráfico 4

Gráfico 4: Volumen de negociaciones
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

Volumen de negociaciones por tipo de renta

La institución encargada de establecer los títulos valores que pueden ser negociados es el Consejo Nacional de Valores, la misma que los ha clasificado en títulos de renta fija y de renta variable, siendo las principales alternativas de inversión de acuerdo a los perfiles de riesgo y a las necesidades de los inversionistas.

Cuando los títulos valores representan un crédito para el inversor se conocen como títulos valores de renta fija y cuando representan una participación patrimonial se conocen como renta variable. Los títulos valores de renta fija constituyen una inversión que otorga el derecho de recibir los intereses generados y el capital al tenedor de los títulos. El interés y el plazo se establecen con anterioridad a la negociación. Este tipo de valor constituye una deuda para quien lo emite.

Por otro lado, los títulos valores de renta variable le permiten al inversionista recibir un dividendo que depende del desempeño de la compañía en el ámbito económico durante un año calendario. En este tipo de títulos no se puede establecer el interés y el plazo por anticipado, pues es desconocido debido a las expectativas del mercado.

El derecho que se otorga al accionista es el de participación patrimonial. El mercado de renta variable, o mercado de acciones, refleja las expectativas empresariales y, por lo tanto, la situación económica general de los distintos países. Una empresa que obtiene beneficios puede quedarse con parte de ellos

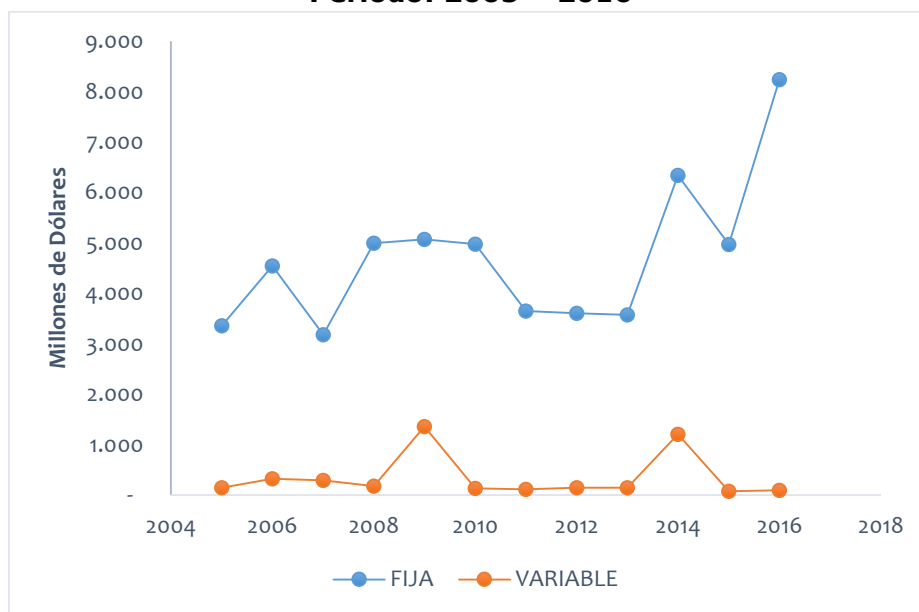
como fondos propios o repartirlos como dividendo entre sus accionistas si la junta general así lo decide.

Tanto los títulos valores de renta fija como de renta variable, pueden negociarse en el mercado secundario según las necesidades de liquidez de los inversionistas. Las casas de valores son las instituciones habilitadas para realizar estas operaciones y pueden negociarse únicamente a través de los sistemas bursátiles establecidos para ello.

Las operaciones bursátiles de renta fija y renta variable durante el período 2005 – 2016 muestran una tendencia irregular de negociación. La inversión en valores de renta fija supera en gran medida a los valores de renta variable con un promedio de negociaciones para los primeros de \$4.708 millones y de \$351 millones dólares para la segunda.

El año de mayor movimiento para los títulos de renta fija fue el 2016 con un total de \$8.240 millones negociados y el 2009 fue el año de mayor volumen para los títulos de renta variable con un total de \$1.356 millones. Por otro lado, el año 2007 fue el de menor volumen negociado en renta fija con \$3.180 millones y el 2015 para renta variable con \$78 millones de dólares. Véase gráfico 5

Gráfico 5: Volumen de negociaciones por tipo de renta
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

El crecimiento promedio de las negociaciones es del 15% para el periodo 2005 – 2016. Los valores de renta fija tuvieron una variación de crecimiento promedio del 7%. Por otro lado, los títulos de renta variable tuvieron un decrecimiento promedio de 3%. Esto se debe a que en los años 2015 y 2016 sus montos negociados fueron los más bajos del periodo \$78 y \$96 millones respectivamente.

Volumen de negociaciones por tipo de título valor

Los títulos valores son instrumentos financieros que se pueden negociar en el mercado de valores, expresan un derecho económico y pueden ser títulos físicos, registros contables o anotaciones en cuenta. Codificación Consejo Nacional del Mercado de Valores (2006). Según la Superintendencia de Compañías, deben cumplir una serie de características jurídicas detalladas a continuación³:

- Incorporación: explica la necesidad de tener el título en cualquiera de sus representaciones
- Legitimación: el título otorga a su propietario el derecho financiero para el que fue adquirido
- Literalidad: se toma en consideración lo que este escrito en el título
- Autonomía: cada poseedor del título es independiente
- Negociabilidad: Puede ser negociado sin restricción
- Fungibilidad: Pueden ser sustituidos por otros de similares características

En el mercado ecuatoriano de valores existen varios tipos de títulos valores con tres clasificaciones importantes: según el plazo, el tipo de título y según el sector.

1. Según su plazo

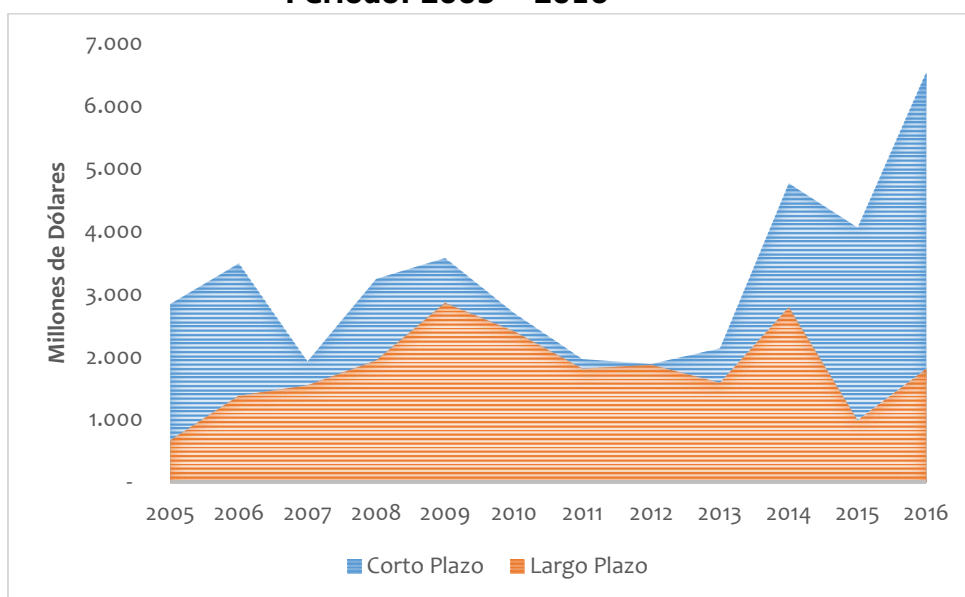
- a. Corto plazo: se consideran de corto plazo a los títulos valores que tienen una fecha de vencimiento hasta 359 días.
- b. Largo plazo: son aquellos cuya fecha de vencimiento es superior a 360 días.

Dentro de los títulos valores de corto plazo que se negocian en el mercado de valores están los emitidos por el sector financiero (certificados de depósito, certificados de inversión, pólizas de acumulación, entre otros). Adicionalmente, se considera el papel comercial como obligaciones inferiores a 360 días y a los certificados de tesorería emitidos por el Ministerio de Finanzas. Por esta razón, los títulos de corto plazo tuvieron un mayor volumen negociado durante los últimos doce años.

Para el período analizado, los títulos de mayor negociación fueron los correspondientes a corto plazo. El total para el 2005 fue de \$2.837 millones y para el largo plazo \$489 millones. Esta diferencia en el volumen negociado por plazo se ha mantenido durante el periodo analizado. Sin embargo, muestra una tendencia creciente en ambos casos. Para el año 2016 las negociaciones de corto plazo alcanzaron un total de \$6.533 millones. Los títulos de largo plazo para este año alcanzaron un total de \$1.802 millones. Véase gráfico 6

³ Interpretación realizada de la Codificación de la Ley de Mercado de Valores Codificación 2006-001

Gráfico 6: Negociaciones de títulos valores por plazo
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016

Elaboración: Ximena Moreno

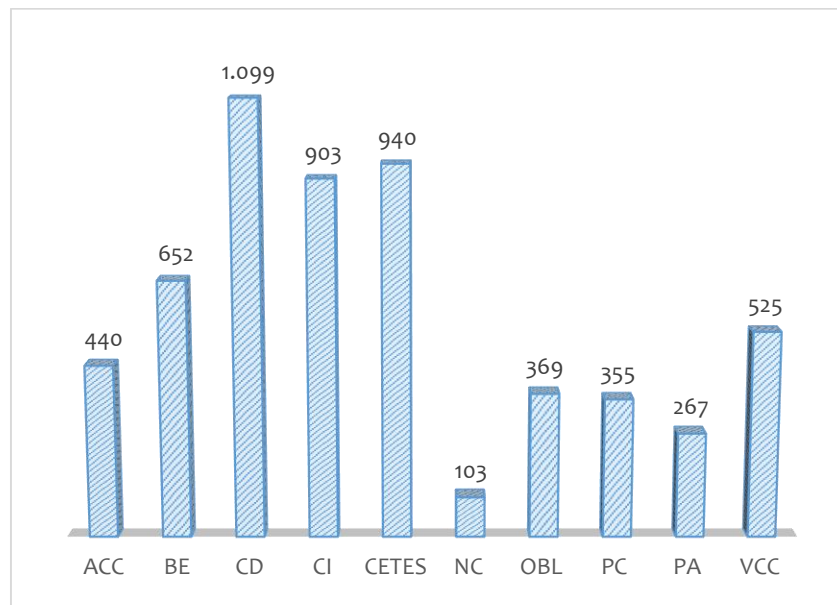
2. Según su tipo de título

- a. Renta fija: Tienen un rendimiento y plazo establecidos el momento de la emisión. Son:
 - i. Valores de corto plazo con interés
 1. Pagarés
 2. Pólizas de acumulación
 3. Certificados de depósito
 4. Certificados de inversión
 5. Cédulas de ahorro
 - ii. Valores de corto plazo con descuento
 1. Certificados de tesorería
 2. Títulos del Banco Central
 3. Aceptaciones bancarias
 4. Papel comercial
- b. Renta variable: Tienen un rendimiento que varía según el comportamiento y manejo de la empresa
 - i. Acciones
 - ii. Cuotas de participación

Durante el período 2005 – 2016 los valores de mayor negociación fueron los certificados de depósito alcanzando un total de \$1.099 millones. Le siguen los certificados de tesorería con \$940 millones. En tercer lugar se encuentran los certificados de inversión con \$903 millones. Es importante mencionar que estos títulos pertenecen al sector financiero y al sector público. Se puede observar que los títulos valores emitidos en el mercado de valores (obligaciones, papel

comercial, valores de contenido crediticio, notas de crédito y acciones) alcanzaron montos de apenas \$369 millones, \$355 millones, \$525 millones, \$103 millones y \$440 millones respectivamente. Véase gráfico 7

Gráfico 7: Negociaciones de títulos valores por tipo de título
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016

Elaboración: Ximena Moreno

El mercado se encuentra marcado por la tendencia a negociar títulos valores que corresponden al sistema financiero tradicional.

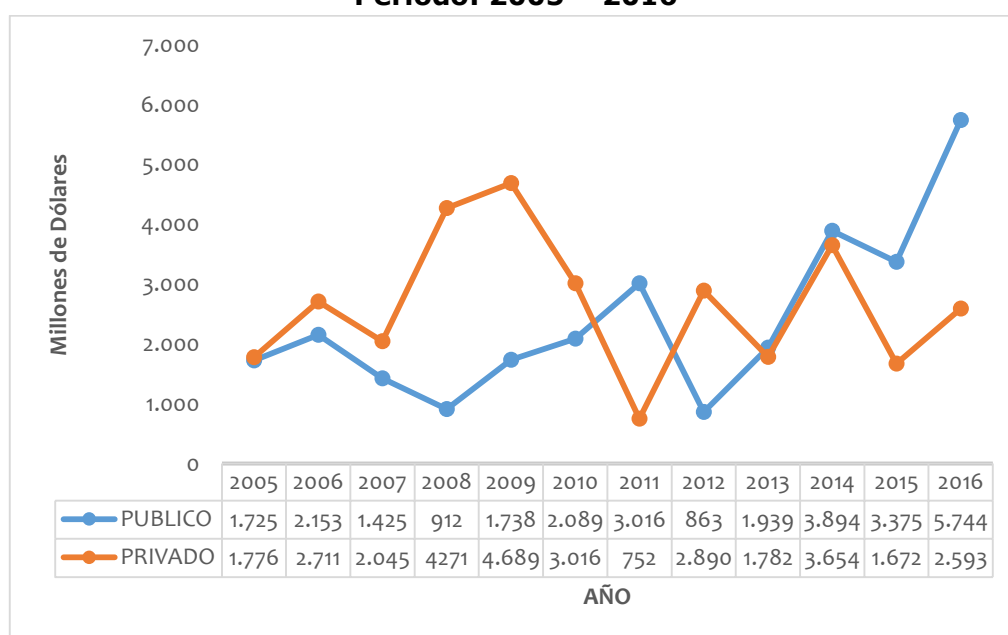
3. Según el sector

- Públicos: emitidos por el estado y las diferentes instituciones que lo representan.
- Privados: emitidos por personas jurídicas que pueden ser parte del sector financiero o del sector real.

Para el periodo 2005 – 2016, las negociaciones por sector muestran una tendencia irregular. El sector público realizó el mayor número de negociaciones en el año 2016 con un total de \$5.744 millones. Esto está relacionado con lo indicado anteriormente sobre la negociación de Títulos del Banco Central. El año más bajo registrado corresponde al 2012 en el que las negociaciones fueron de apenas de \$863 millones.

Por otro lado, el sector privado realizó el mayor número de negociaciones en el año 2009 con \$4.689 millones y el 2011 con el menor número de negociaciones de \$752 millones. La variación porcentual promedio de los 12 años fue del 11% para el sector público y de 4% para el sector privado. Véase gráfico 8

Gráfico 8: Negociaciones de títulos valores por emisor
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

Volumen de negociaciones por emisor

El mercado de valores es utilizado como una alternativa de financiamiento para los agentes deficitarios. BVG (2012). Este proceso se realiza a través de la emisión de acciones o títulos de deuda. Los emisores pueden ser del sector financiero, mercantil o de las entidades del Estado. Para esto deben cumplir con las disposiciones establecidas en la Ley del Mercado de Valores y las estipuladas por la Superintendencia de Compañías.

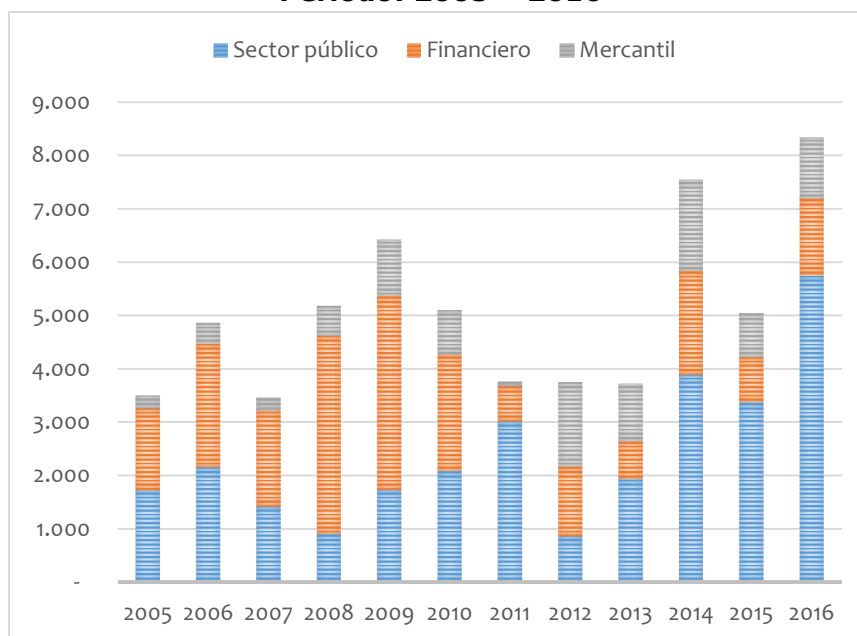
En el caso del mercado ecuatoriano de valores el Ministerio de Economía y Finanzas, Servicio de Rentas Internas y Banco Central del Ecuador, son las instituciones que tienen participación significativa en el mercado de valores como emisores. Existen dos instituciones más que participan del mercado como compradores y vendedores: Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) y la Corporación Financiera Nacional (CFN).

Por otro lado, en el sector privado se encuentran los emisores del sector financiero y mercantil. Realizan ofertas públicas o emisiones de los distintos tipos de títulos valores que se negocian.

El volumen negociado durante el periodo 2005 – 2016 fue de \$60.725 millones de los que: \$28.874 millones para el sector público, \$22.154 millones para el sector financiero y apenas \$9.697 millones para el sector mercantil. Esto demuestra que el sector productivo no participa de una forma activa del mercado de valores como fuente de financiamiento.

En el gráfico 9 se puede observar esta tendencia. Se ha mantenido durante el periodo 2005 – 2016. El año 2016 fue el de mayor participación del sector público con \$5.744 millones de dólares.

Gráfico 9: Negociaciones de títulos valores por emisor
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016

Elaboración: Ximena Moreno

Adicionalmente, el año de mayor participación del sector financiero fue el 2008, alcanzando un total de \$3.714 millones de dólares. En el caso del sector mercantil el año 2014 fue el de mayor participación alcanzando un total de negociaciones por \$1.698 millones.

En este año el número de emisiones fue 32 del sector mercantil. Los principales emisores de este año fueron Nestlé, Corporación El Rosado, Superdeporte y Ferro Torre que han utilizado constantemente el mercado de valores como fuente de financiamiento.

Volumen de negociaciones por tipo de mercado

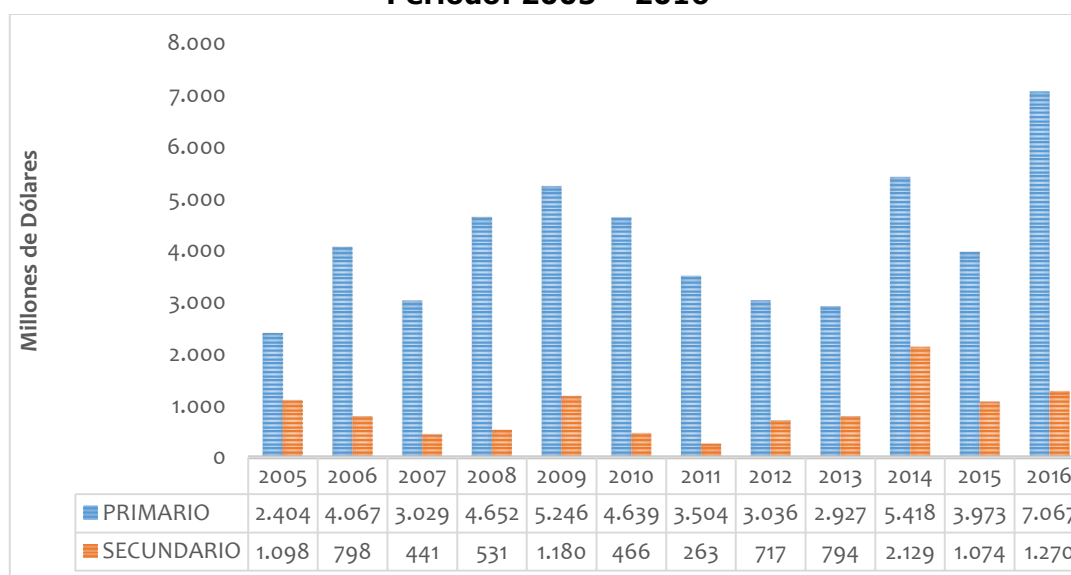
Los títulos valores pueden ser negociados en el mercado de valores en dos momentos del tiempo. La primera vez que son colocados luego del proceso de emisión se conoce como mercado primario. Cuando los títulos se colocan una segunda vez, se conoce como mercado secundario. La existencia de más colocaciones secundarias permite establecer a un mercado como líquido. Esto significa que los títulos pueden ser transados a mayor velocidad antes de su fecha de vencimiento.

Los oferentes del mercado primario son las empresas que requieren de recursos por lo que se pueden calificar como emisores para solicitarlos. Los títulos de este mercado sirven para la captación de nueva financiación. Por otro lado, los oferentes del mercado secundario son los tenedores de títulos que adquirieron títulos en el mercado primario. Los títulos de este mercado proporcionan recursos inmediatos a los oferentes. Un ejemplo que permite diferenciar este tipo de mercados corresponde a la negociación de acciones: la venta en el mercado primario supone una ampliación de capital social de la empresa. Por el contrario, las acciones que se negocian en el mercado secundario son títulos ya existentes y no suponen un aumento de capital social.

En el período 2005 – 2016, se puede apreciar que en el mercado de valores ecuatoriano lidera el mercado primario. Los montos negociados son superiores al secundario, su crecimiento se debe a que los montos de las emisiones realizadas en estos doce años fueron altos (\$11.531 millones). El año con mayor negociación de este mercado fue el 2016, con un volumen de \$7.067 millones; mientras que el más bajo fue el 2005, con un total de \$2.404 millones.

Por otro lado, el mercado secundario ha mantenido una tendencia de bajo crecimiento. El año 2014 fue el de mayor volumen negociado con un total de \$2.129 millones. El de menor volumen fue el 2011, con apenas \$263 millones. Es importante mencionar que, a pesar del aparente crecimiento del mercado total, el mercado secundario no ha aumentado considerablemente en el periodo analizado. Representa el 18% de este. Véase gráfico 10

**Gráfico 10: Negociaciones de títulos valores por tipo de mercado
Periodo: 2005 – 2016**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016

Elaboración: Ximena Moreno

El mercado ecuatoriano de valores, durante el periodo 2005 – 2016, se mostró sesgado hacia la emisión de títulos valores de renta fija. El crecimiento de ofertas

públicas está marcado por las obligaciones y el papel comercial. Indica un mercado con preferencia hacia el rendimiento preestablecido antes de realizar la inversión.

Adicionalmente, el volumen de negociaciones en el mercado es irregular durante el mencionado periodo. Los años con volúmenes altos corresponden al 2009, 2014 y 2016 y otros con bajos y que corresponden al 2005, 2012 y 2013). Por otro lado, la cultura bursátil es limitada. Los inversionistas prefieren mantener sus recursos en el sistema financiero tradicional a fin de proteger sus recursos, por lo que no existe una confianza hacia este mercado.

Los títulos que más se negocian corresponden a títulos de corto plazo, esto limita la principal función del mercado de valores, como es la de otorgar recursos a los emisores en el largo plazo para financiamiento del proceso productivo. Adicionalmente, los certificados de depósito, certificados de inversión y certificados de Tesorería, son más negociados que los productos propios del mercado de valores, tales como obligaciones, papel comercial, acciones, valores de contenido crediticio.

Lo señalado anteriormente permite demostrar que el sector público y financiero supera en volumen de negociación al sector mercantil. Este sector debería ser el beneficiario principal de los recursos del mercado de valores, pues es en este en donde se encuentran las empresas que son parte de la producción de la economía ecuatoriana. Por otro lado, el mayor volumen de negociaciones corresponde al mercado primario por lo que este se sustentó durante el periodo en emisiones nuevas de papel más que de la negociación de títulos ya existentes.

Las características propias del mercado ecuatoriano de valores podrían estar limitando su desarrollo, para conocer su estado dentro del mercado, el Banco Mundial estableció los indicadores de desarrollo del sistema financiero. Este tema será abordado en el siguiente capítulo.

Desarrollo del mercado de valores ecuatoriano. Indicadores de desarrollo del sistema financiero

El mercado de valores permite que el sector productivo obtenga recursos en condiciones más competitivas y a costos más bajos que los del sector financiero tradicional, las mismas que puede ser a través del endeudamiento activo o pasivo, o del capital, patrimonio. Es por esta razón que adquieren un papel fundamental dentro de la economía. Un mercado de valores eficiente, líquido, con fácil acceso y estable, favorece al crecimiento de la economía en el largo plazo.

Índice de competitividad global

El índice de competitividad global mide la competitividad en relación a su producción. Para calcularlo se utilizan factores micro y macroeconómicos con la información de cada país. El Foro Económico Mundial se encarga de recolectar estos datos. Este índice se define respecto a la competitividad, como un conjunto de instituciones, políticas y factores que determinan el nivel de productividad de un país. El Foro Económico Mundial, en el reporte del 2008, indica que se utiliza la productividad por las siguientes razones:

- Permite ver el nivel de prosperidad que puede obtener una economía.
- Incrementa el nivel de ingreso para los ciudadanos.
- Determina las tasas de retorno de las inversiones.

Según el Foro Económico Mundial (2008:3), “una economía más competitiva tiende a crecer más rápido en el mediano y largo plazo”. La tercera razón es importante para determinar el nivel en el que se encuentra el desarrollo del mercado de valores. Adicionalmente, permite conocer cuál es la posibilidad de crecimiento de este mercado y si el retorno es bastante competitivo para establecerse dentro de los mercados de la región.

Está basado en 12 pilares que miden la productividad desde distintas perspectivas, ya que estos factores pueden actuar simultáneamente en el mercado. Los pilares que conforman el índice son los siguientes:

Tabla 1: Pilares que conforman el Índice de Competitividad Global

PILAR	ENTORNO
1. Instituciones	Instituciones públicas
	Instituciones privadas
2. Infraestructura	General y específica
3. Estabilidad macroeconómica	General y específica

4. Salud y educación primaria	Salud
	Educación primaria
5. Educación superior y capacitación	Cantidad de educación
	Calidad de la educación
	Capacitación en el entorno laboral
6. Eficiencia del mercado de bienes	Competencia
	Calidad de las condiciones de demanda
7. Eficiencia del mercado laboral	Flexibilidad
	Uso eficiente del talento
8. Sofisticación del mercado financiero	Eficiencia
	Confiabilidad y confianza
9. Preparación tecnológica	Disponibilidad de la última tecnología
10. Tamaño del mercado	Tamaño del mercado nacional
	Tamaño del mercado externo
11. Sofisticación de los negocios	Redes e industrias de soporte
	Sofisticación de las operaciones y la estrategia de las empresas
12. Innovación	Capacidad de innovación

Fuente: Foro Económico Mundial, *Reporte de competitividad global 2008*

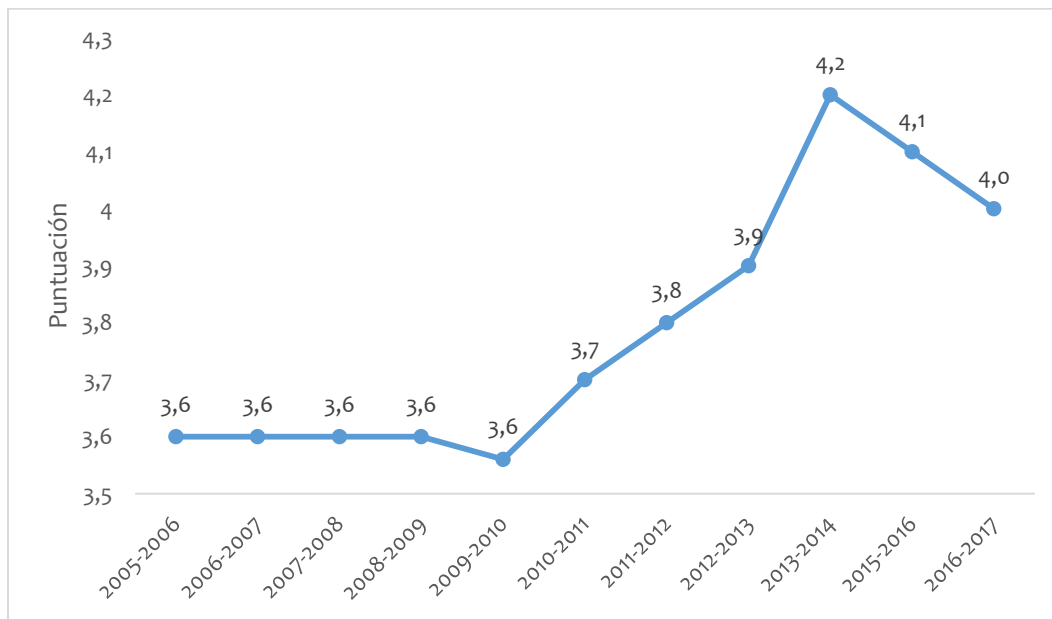
Elaboración: Ximena Moreno

Adicionalmente, permite clasificar a los países en tres etapas de competitividad: impulsada por factores, por eficiencia y por innovación. Según lo indicado en el reporte del índice de competitividad global del 2008 por el Foro Económico Mundial estas etapas se determinan por (2008:16):

- ***Economías impulsadas por factores.*** En esta etapa los países compiten en función de sus dotaciones de factores, principalmente mano de obra no calificada y recursos naturales. Las empresas compiten sobre la base del precio y venden productos básicos con su baja productividad reflejada en los bajos salarios.
- ***Economías impulsadas por la eficiencia.*** En esta fase las economías deben comenzar a desarrollar procesos de producción más eficientes y aumentar la calidad del producto.
- ***Economías impulsadas por la innovación.*** Según esta etapa, las economías son capaces de mantener salarios más altos y el nivel de vida asociado, solo si sus negocios pueden competir con productos nuevos y únicos.

Para el año 2016, el Ecuador se encontraba en la segunda etapa de competitividad, lo que se demuestra por el puntaje alcanzado. Creció durante el periodo 2005 – 2016, habiendo pasado de 3,6 en el 2005 a 4,0 en el 2016. Fue el año 2013 en donde alcanzó su mayor puntuación con 4,2. El valor más alto de puntuación que puede alcanzar una economía es de 7 puntos. Véase gráfico 11

Gráfico 11: Índice De Competitividad Global
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Foro Económico Mundial, *Reporte de competitividad global 2005 - 2016*
Elaboración: Ximena Moreno

En este índice, el pilar que está asociado con el mercado de valores corresponde a la sofisticación del mercado financiero, en el mismo se establece que una economía competitiva debe tener un mercado amplio que permita colocar los recursos ahorrados de manera interna y los que provienen del exterior. Es necesario que estos recursos sean canalizados a proyectos empresariales o de inversión con las tasas de retorno más altas. Otro punto importante es que debe permitir la diversificación del riesgo.

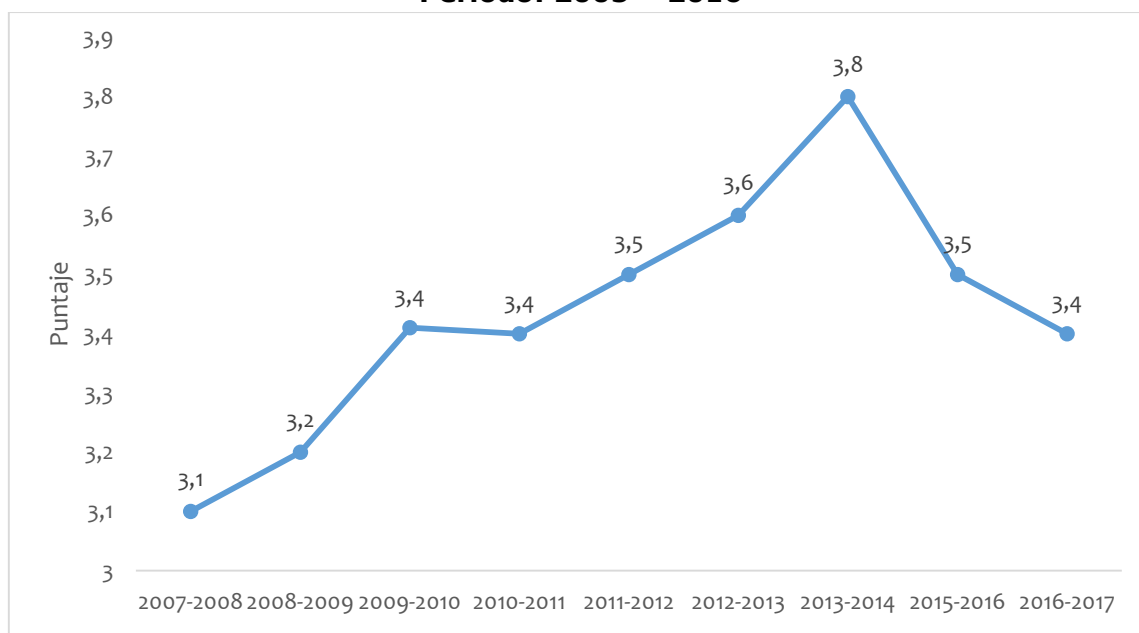
Adicionalmente, un mercado financiero sofisticado debe tener un sistema que pueda proveer de fuentes alternativas de financiamiento al sector privado. Esto más allá de los préstamos bancarios y del capital de inversión. De acuerdo al Foro Económico Mundial, en el Reporte de Competitividad Global (2008:54), las aristas que se evalúan en este pilar son:

- Sofisticación del mercado financiero.
- Financiamiento a través del mercado de valores local.
- Facilidad de acceso a los préstamos.
- Disponibilidad de capital de riesgo.
- Restricciones al flujo de capital.
- Protección al inversor.
- Solidez de los bancos.
- Regulación de los tipos de cambio.
- Derechos legales.

En el periodo analizado se observa que la puntuación para el Ecuador ha mantenido una tendencia creciente hasta el año 2013 cuando alcanzó su puntaje más alto de

3.8 puntos. A partir de este año el puntaje bajo hasta los 3,4 puntos en el 2016. Este pilar no se incluye en los años 2005 y 2006 ya que se lo consideraba dentro de un solo conjunto de datos de eficiencia del mercado. Es a partir del 2007 cuando se lo diferencia y se incluye un mayor análisis desde esta perspectiva. En este año, el Ecuador alcanzó el puntaje de 3.1. Véase gráfico 12

Gráfico 12: Índice de competitividad global – Sofisticación del mercado financiero
Periodo: 2005 – 2016



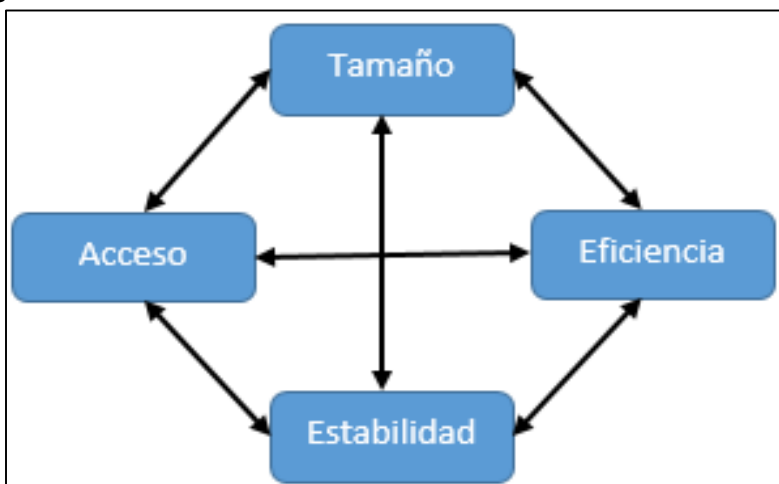
Fuente: Foro Económico Mundial, *Reporte de competitividad global 2005 - 2016*
Elaboración: Ximena Moreno

A pesar de este crecimiento, el gráfico anterior muestra que el sistema financiero no ha tenido un desarrollo importante ya que el puntaje es bajo considerando que el más alto puede ser 7. Por lo que es necesario que el mercado de valores tome un papel más importante dentro del sistema financiero ecuatoriano. Para esto es necesario que se desarrolle en el mediano y largo plazo.

A continuación, se muestra un análisis sobre el grado de desarrollo del mercado de valores en relación a los índices establecidos por el Banco Mundial para entender el grado de avance para el periodo 2005 – 2016.

Para establecer si el mercado de valores está cumpliendo su función en la economía se mide su grado de desarrollo. El Banco Mundial realiza esta medición a través de Indicadores de Desarrollo del Sistema Financiero. Se aborda desde cuatro dimensiones que se encuentran interrelacionadas. A continuación, se realiza un análisis de cada una de las dimensiones. Véase figura 4.

Figura 4: Indicadores de desarrollo del sistema financiero



Fuente: Pariyada y Sorasart, P. y Pariyada y Sorasart S. The Analysis of Stock Market Development Indicators, 2013

Elaboración: Ximena Moreno

Tamaño

Un mercado de valores con un mayor tamaño, es una fuente importante de capital para inversión a un costo relativamente bajo. Un mercado más desarrollado también provee una variedad de productos para la inversión, pues se genera un beneficio adicional de la mayor diversificación del riesgo. Pariyada y Sorasart (2013). Además, permite limitar las externalidades de información que genera el mercado en el giro del negocio. Demirguc-Kunt (1995). Un mercado más amplio requiere de información transparente entre los participantes.

Se utiliza esta dimensión para establecer el desarrollo del mercado. Sin embargo, este concepto se encuentra limitado por que un mercado grande no es necesariamente líquido, eficiente o sus participantes no pueden acceder fácilmente al financiamiento. Los indicadores de desarrollo del sistema financiero establecidos por el Banco Mundial determinan tres índices para medir el tamaño de un mercado: i) capitalización bursátil, ii) volumen negociado/PIB y iii) volumen negociado/capitalización bursátil. Los dos últimos corresponden a indicadores de liquidez.

El primer indicador está relacionado con el tamaño del mercado. Los índices dos y tres se relacionan con la liquidez. El mercado secundario se asocia con estos índices ya que permite negociar títulos valores con mayor rapidez. El mercado en general resulta más líquido y, por lo tanto, de un mayor tamaño. La liquidez permite que los inversores modifiquen sus portafolios rápidamente a un bajo costo. Se facilita la inversión en el largo plazo con un mayor rendimiento. Adicionalmente, se mejora la colocación de capital y se refuerza el crecimiento económico del país, Demirguc -Kunt (1995).

Capitalización Bursátil

Es una medida de la capacidad para asignar capital a los proyectos de inversión y proporcionar oportunidades significativas para la diversificación del riesgo. Pariyada y Sorasart (2013). En este índice se asocia con la idea: el tamaño de mercado está positivamente correlacionado con la habilidad de movilizar capital y valorar a las empresas en el mercado.

Según la BVQ (2005:1), la capitalización bursátil corresponde al valor que el mercado asigna al patrimonio de la empresa, según el precio al que se cotizan sus acciones. Este valor se obtiene a partir de la multiplicación del número de acciones en circulación de una empresa por el precio de mercado en un momento dado.

Durante el período 2005 – 2016, se puede apreciar una tendencia irregular del índice de capitalización bursátil del mercado de valores ecuatoriano. El promedio de crecimiento en los 12 años fue de 6%. El año que registra el mayor crecimiento de capitalización bursátil fue el 2006 con un crecimiento del 32% en relación al año 2005. Por otro lado, el año 2016 se registró una reducción del índice del 8%. Este año el índice cayó al límite más bajo del periodo. Véase gráfico 13

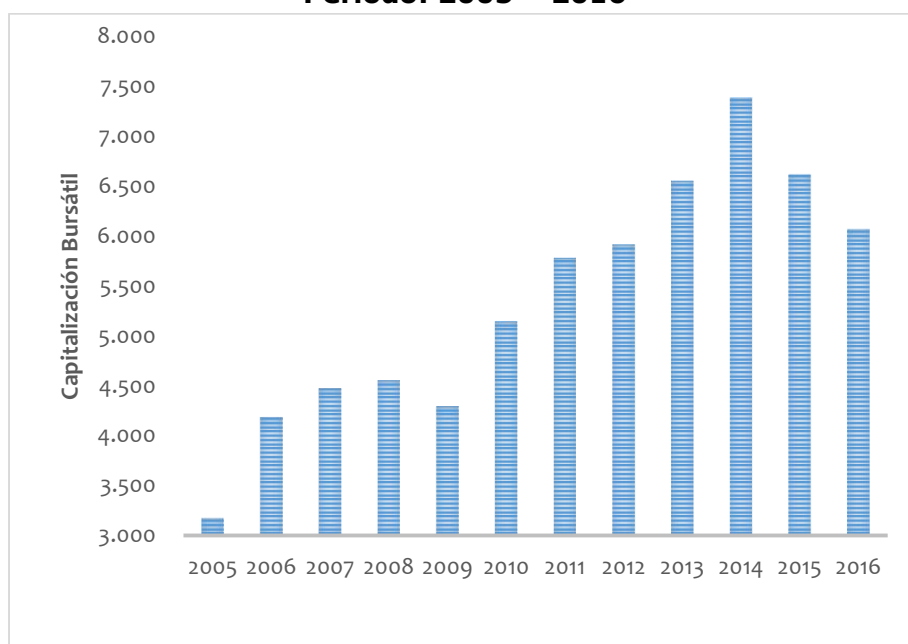
**Gráfico 13: Tasa de Crecimiento Capitalización Bursátil
Periodo: 2005 – 2016**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

A pesar de la baja tasa de crecimiento del índice, este mostró un incremento durante el 2005 – 2016 pasando de \$3.175 millones en el primer año a \$6.065 millones en el último del periodo, lo que demuestra la creciente valoración que ha otorgado el mercado a las empresas que cotizan en bolsa. Véase gráfico 14

Gráfico 14: Capitalización Bursátil
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016

Elaboración: Ximena Moreno

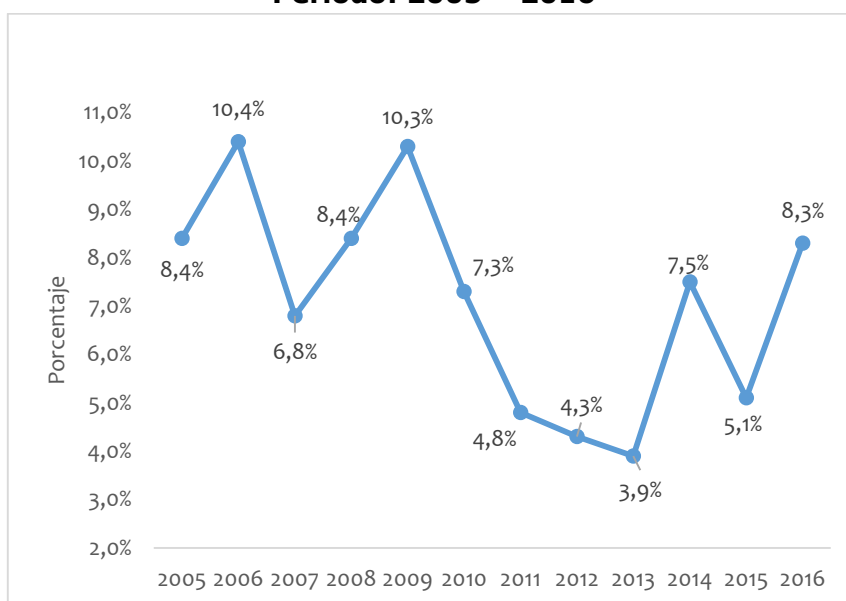
Según la Bolsa de Valores de Quito, el crecimiento de la capitalización bursátil para el 2014 se debió a tres factores importantes que incrementaron la negociación de acciones en el mercado, la venta de Produbanco al Grupo Promerica por \$130 millones, la venta de Lafarge Ecuador a la cementera Unacem, por \$517 millones y la venta de Holding Tonicorp al grupo Arca Continental, por \$336 millones. A pesar de estos casos puntuales, el mercado de valores sigue teniendo un tamaño reducido en la economía ecuatoriana.

Volumen Negociado/PIB

La liquidez se establece como la habilidad de vender y comprar títulos valores con facilidad. Este índice mide el volumen de negociaciones que se realizaron en el mercado de valores como un porcentaje de participación dentro de la producción nacional. Por lo tanto, refleja la liquidez en una base económica, Demirguc-Kunt (1995).

La situación del mercado ecuatoriano de valores en términos de los indicadores de liquidez, es similar a la que refleja el indicador de capitalización bursátil. El promedio de este indicador fue del 7% durante el periodo 2005 – 2016. Esto sugiere que el mercado es ilíquido, sin embargo, es necesario establecer los tres índices de tamaño para tener un resultado significativo. La tendencia de la liquidez ha sido irregular durante los doce años analizados. El mayor porcentaje alcanzado corresponde al año 2006 con el 10,4% y el más bajo al año 2013 con el 3,90%. Véase gráfico 15

Gráfico 15: Volumen Negociado/PIB
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

Tasa de Rotación

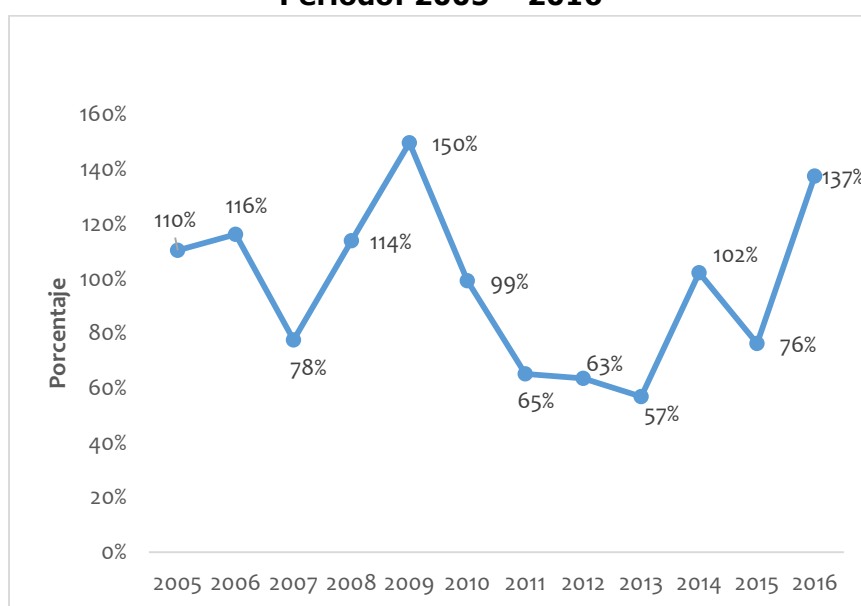
La segunda medida de liquidez corresponde a la tasa de rotación, la misma que relaciona el volumen negociado con la capitalización bursátil. Tradicionalmente corresponde a bajos costos de transacción en el mercado bursátil, donde una tasa de rotación alta indica que los costos de transacción son bajos. Por lo tanto, se podrán realizar negociaciones con mayor facilidad y esto aumentará la liquidez.

Adicionalmente, se establece a este índice como una forma de medir el nivel general del mercado en relación a su velocidad para generar negocio. Esto permite conocer el dinamismo que se genera y la facilidad para utilizar los recursos dentro de este.

Este índice se analiza como un complemento a la capitalización bursátil, donde es menester tener en cuenta que un mercado pequeño, pero activo, tendrá una baja capitalización con una tasa de rotación alta. Por otro lado, un mercado grande, pero poco activo, tendrá una alta capitalización bursátil con una tasa de rotación baja.

En el caso del mercado ecuatoriano de valores, el promedio de la tasa de rotación durante el periodo 2005 – 2016, alcanzó el 97%, se establece como un mercado dinámico y bastante líquido. La tendencia de este índice fue irregular en los últimos 12 años. Alcanzó el mayor porcentaje en el 2009 con el 150% y el más bajo con el 2013 con el 57%. Véase gráfico 16

Gráfico 16: Tasa de Rotación
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

Al realizar una comparación de los tres índices, se determina al mercado de valores ecuatoriano como pequeño, pues su capitalización bursátil promedio es del 6%. También es pequeño relación a la economía con un volumen de negociaciones/PIB de solo 7% durante el periodo 2005 – 2016. Sin embargo, se considera como un mercado dinámico y líquido debido a la alta tasa de retorno promedio de los 12 años del 97%.

Acceso

Los mercados de valores requieren de la intervención de emisores e inversionistas que permitan su desarrollo y el incremento de las negociaciones. Los participantes deben ser grandes y pequeños para obtener financiamiento a través de un mercado justo, además, hay que considerar que para determinar el grado de apertura del mercado se debe utilizar el análisis de la dimensión de acceso.

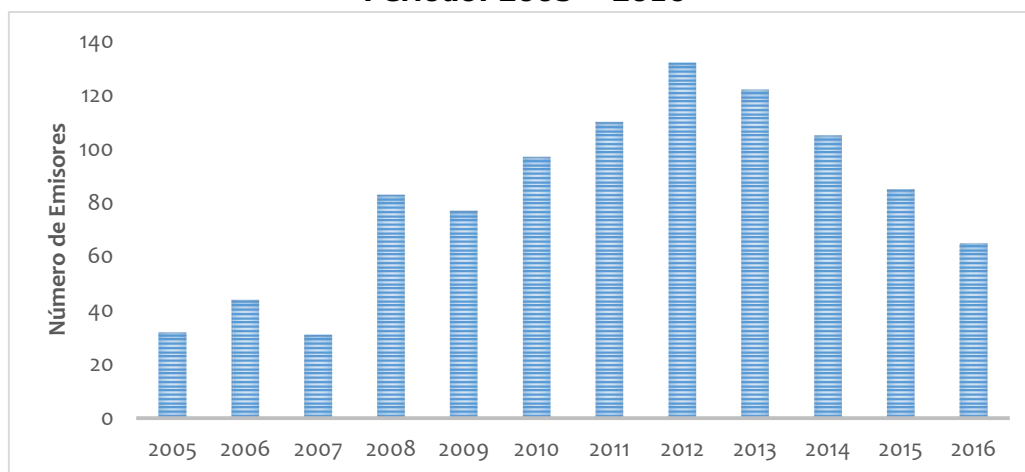
Se utilizan tres medidas: i) número de empresas que cotizan en el mercado de valores y los nuevos emisores que ingresar cada año, ii) el grado de concentración de las diez empresas más grandes en términos de capitalización bursátil y iii) el Índice de Herfindahl e Hirschman.

Empresas que cotizan en el mercado de valores

Las empresas que cotizan en el mercado de valores son aquellas que han decidido realizar una oferta pública de valores con la emisión de los títulos valores permitidos en el mercado. Para el año 2016, el número total de emisores del mercado de valores fue de 65, de este total, el 97% corresponde a emisores del

sector mercantil y el 3% a emisores del sector financiero. Existió un crecimiento en relación al año 2005 en el que el total de emisores fue 32, de cuyo total, el 34% fue del sector mercantil y el 66% del sector financiero, lo que demuestra un aumento de la participación del sector productivo de la economía en el mercado de valores. Véase gráfico 17

Gráfico 17: Evolución emisores del mercado de valores
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

El año de mayor cantidad de emisores fue el 2012, con un total de 132 inscritos en el Registro del Mercado de Valores. Para este año, la mayor cantidad de emisiones fue del sector mercantil con 115, le siguen los emisores del sector financiero con 16 y el sector público con 1. Por otro lado, el 2007 fue el año de menor cantidad de emisores ya que se registraron 31.

Adicionalmente, en el año 2007 la mayor cantidad de emisores fueron del sector mercantil (23), seguido por el financiero, (6) y para el sector público, (2). El promedio de nuevos emisores durante el periodo 2005 – 2016 fue de 3 cada año.

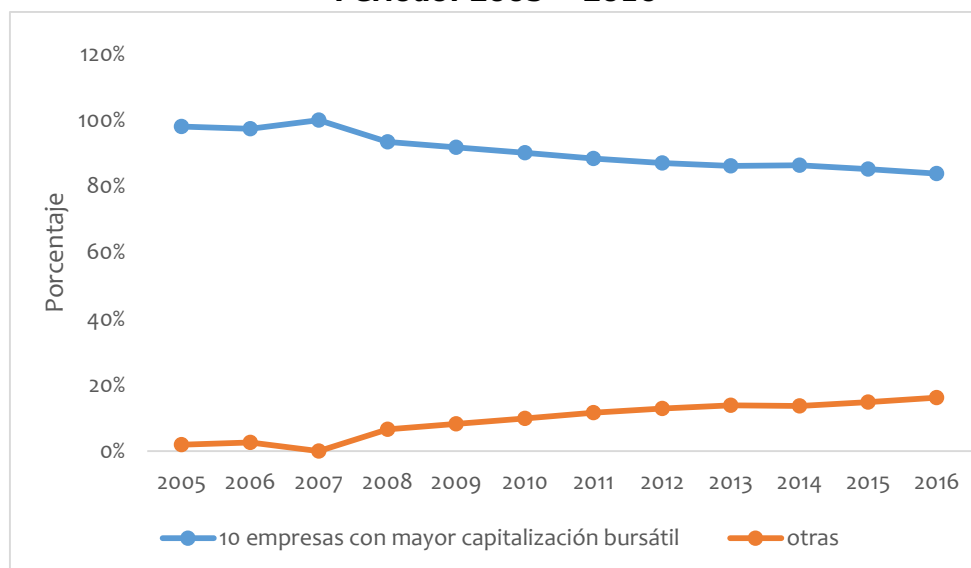
Concentración de las diez empresas más grandes

La concentración en el mercado de valores se establece como el porcentaje de participación de las diez empresas más grandes por capitalización bursátil. Para que el mercado se desarrolle, se debe permitir el ingreso de emisores grandes y pequeños, en consideración de que los mercados con un mayor acceso, permiten que las empresas puedan solicitar recursos a menor costo y, por lo tanto, aumentar sus actividades productivas.

En el Ecuador, el grado de concentración por capitalización bursátil es alto y, de otro lado, hay que considerar que son pocas las compañías que negocian sus acciones y generan un fuerte número de transacciones. Para el período 2005–2016, las diez empresas más grandes alcanzaron el 91% de capitalización bursátil,

sin embargo, esta tendencia ha ido a la baja pasando del 98% en el 2005, al 83% en el 2016. Por lo que hay que considerar como una concentración muy fuerte en diez emisores. Esto limita el acceso de nuevas empresas que deseen colocar acciones, el resto de empresas apenas alcanzaron un promedio de 9,3%. Véase gráfico 18

Gráfico 18: Concentración en diez emisores por Capitalización Bursátil
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016

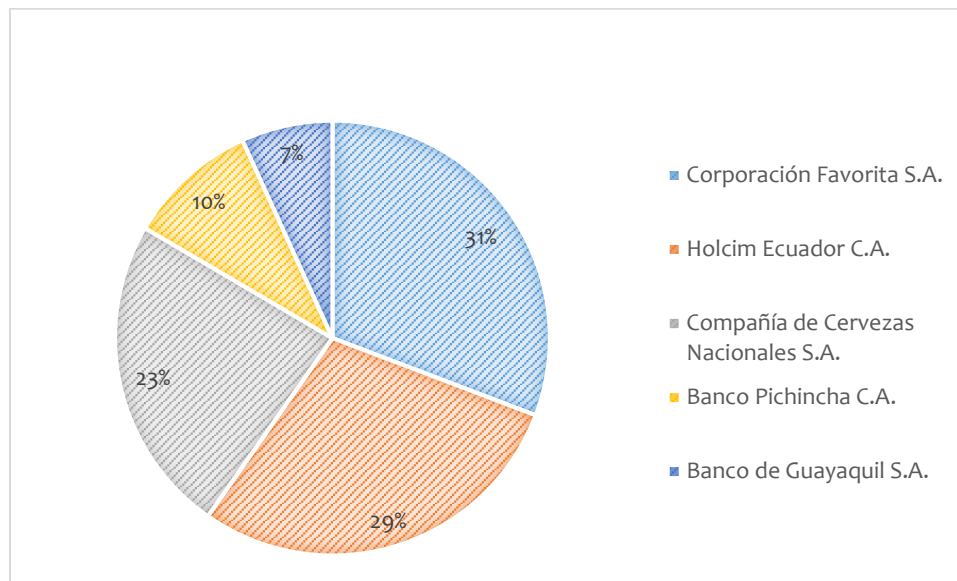
Elaboración: Ximena Moreno

En el año 2005, las empresas que tuvieron una mayor participación en la capitalización bursátil fueron: Hotel Colón, Reforest, Camposanto y Cristalería del Ecuador, con un 25%, 20%, 19% y 20% respectivamente. La empresa más representativa de ese año fue Hotel Colón, cuyo número de acciones en circulación fue de 144 millones, seguido por las tres empresas mencionadas, Reforest, Camposanto y Cristalería del Ecuador, que alcanzaron un total de 60 millones en conjunto.

Para el año 2016, las nuevas empresas que alcanzaron la mayor capitalización bursátil fueron: Compañía de Cervezas Nacionales S.A. (23%); Holcim Ecuador S.A. (20%) y Corporación Favorita (16%). El número de acciones en circulación para estas compañías fue de 20, 545 y 20 millones respectivamente.

Es importante mencionar que, durante el período 2005 – 2016, las acciones de mayor negociación correspondieron a Corporación Favorita, Holcim, Cervecería Nacional, Banco Pichincha y Banco de Guayaquil. El promedio de capitalización bursátil fue: \$1.067, \$1.002, \$1.380, \$822, \$338 y \$235 millones respectivamente. El número de acciones en circulación de Corporación Favorita le permitió establecerse como una de las compañías más liquidas del mercado, a pesar de la fluctuación que existió durante el período. Véase gráfico 19

Gráfico 19: Concentración en cinco mayores emisores por Capitalización Bursátil
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

Índice de Concentración Herfindahl – Hirschman (IHH)

Los indicadores de concentración de mercado cumplen un papel fundamental en el análisis de la existencia de control del mercado. Los principales procedimientos los realizaron en la Comunidad Europea y en Estados Unidos, según Castañeda (2007:1), que plantea:

En particular, el uso de este tipo de indicadores ha sido muy utilizado en la evaluación de concentraciones. De acuerdo con lo previsto por las normas de la Comunidad Europea, dicha evaluación tiene por objetivo determinar si la concentración refuerza una posición de dominio y es capaz de generar efectos anticompetitivos en un mercado de referencia previamente definido. En dicho proceso, la determinación del grado de concentración es un paso importante enmarcado dentro de un conjunto de etapas establecidas. Similarmente, en Estados Unidos, el análisis del nivel de concentración en el mercado relevante también es un paso importante y se encuentra establecido en los Merger Guidelines, conjuntamente emitido por la División Antitrust del Departamento de Justicia (DOJ) y la Comisión Federal de Comercio (FTC)

Según el lineamiento indicado por Castañeda, el indicador sólo tiene un carácter referencial y requiere de un análisis complementario con otras variables. Adicionalmente, debe ser evaluado en el contexto de las características particulares de cada mercado.

El IHH es una medida de concentración económica en un mercado, indica la falta de competencia que existe en él. Las políticas son desarrolladas en relación este índice para permitir la participación de un mayor número de compañías, mientras

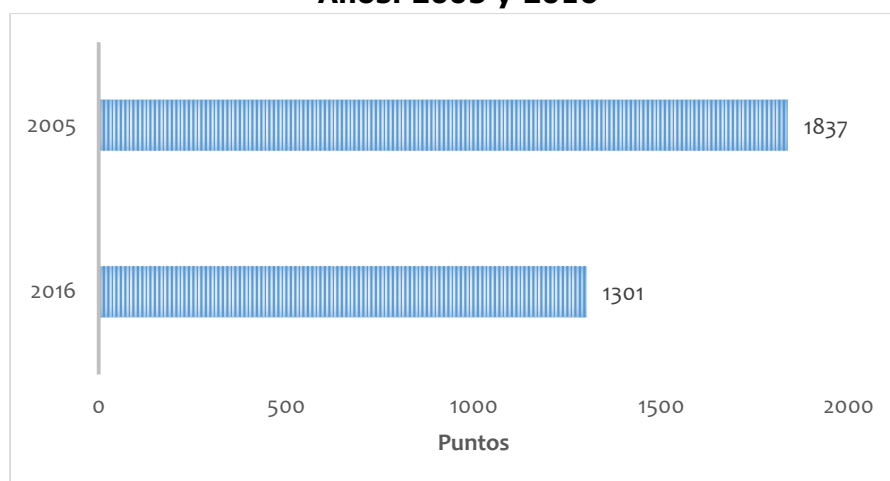
más alto sea este índice, más concentración existe, pues toma en consideración la distribución estadística del valor de mercado de las acciones fuera de las diez empresas más grandes.

Según la Superintendencia de Control del Poder del Mercado, el índice HHI toma valores dentro del rango 1 y 10.000, siendo 1 el nivel en el cual no hay concentración absoluta y 10.000, el nivel donde hay monopolio⁴. Este indicador posee la ventaja de combinar información del número de firmas y la distribución del tamaño de las mismas, para cuyo efecto toma en consideración el número total de empresas de la industria, por lo que no excluye a las empresas más pequeñas y puede observar los cambios en su comportamiento.

Por otro lado, permite otorgar más peso a las empresas que participan de mejor manera en el mercado y pondera sus incrementos en mayor medida. Castañeda (2007). En el año 2005 cotizaban 20 compañías a través de la emisión de acciones. La capitalización bursátil fue de \$9.962 millones. El IHH para ese año fue de 1.837 puntos, lo que demuestra un mercado semiconcentrado. Por otro lado, para el año 2016, el índice ha mostrado una reducción relativa, pues solo 56 compañías tenían acciones en circulación.

La capitalización bursátil alcanzó \$6.076 millones dos tercios en comparación con el primer año de análisis, el IHH fue de 1.301 puntos. Véase gráfico 20

Gráfico 20: Índice de Concentración Herfindahl – Hirschman (IHH)
Años: 2005 y 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

El mercado de valores ecuatoriano se establece como un mercado semiconcentrado en el que pocos emisores mueven el volumen de acciones negociadas en el mercado.

⁴ IHH recuperado de <http://scpm.gob.ec/wp-content/uploads/2013/02/FORMULARIO-GESTION4.pdf> Superintendencia de Control del Poder del Mercado.

Eficiencia

La eficiencia de un mercado se refiere al grado en que los precios de los títulos valores reflejan la información de los emisores y si estos se ajustan rápidamente a la información disponible. Esta valoración permite a los inversores obtener un rendimiento apropiado sobre los recursos que entregan al mercado de valores y el riesgo que asumen. Adicionalmente, los participantes tienen la capacidad de colocar el capital en las inversiones más productivas, Por cuya razón, un mercado de valores eficiente es crucial para la toma de decisiones de inversión y financiamiento.

Dentro de los índices que establece el Banco Mundial para medir la eficiencia del mercado de valores se encuentran: i) el sincronismo de precios y ii) la negociación con información privada. A continuación, se realiza un análisis de cada uno de ellos para el período 2005 – 2016 en el mercado ecuatoriano de valores.

Sincronismo de precios

El sincronismo de precios se refiere a la tendencia de los precios de las acciones de moverse en una misma dirección en un periodo determinado. Este puede variar dependiendo de la dirección que tome la economía, un mercado más eficiente presenta movimientos de precios más asincrónicos. Es decir, que los precios se mueven en diferentes direcciones. Los movimientos del mercado dependen de la cantidad de información disponible en un período determinado. Cuando el sincronismo de precios es alto, el desarrollo del mercado de valores se limita y se generan efectos negativos, así:

1. Los recursos no se asignan en las inversiones que generan una mayor rentabilidad.
2. Los precios varían por factores externos y los factores específicos de cada empresa son irrelevantes.
3. La diversificación del riesgo que ofrece el mercado de valores disminuye debido a la similar variación de precios de las acciones. Los inversores deberán adquirir una mayor cantidad de títulos valores.
4. Esto puede empujar el valor de las acciones de su valor correcto a una sobrevaloración o infravaloración afectando al total del mercado. Li y Morck (2002).

Para medir la evolución de los precios de las acciones se utilizan los índices bursátiles que contienen la información de precios y movimientos accionarios. Se utilizan para saber si la tendencia es favorable o desfavorable. En el mercado de valores ecuatoriano el índice que se utiliza para conocer esta tendencia es el IPECU.

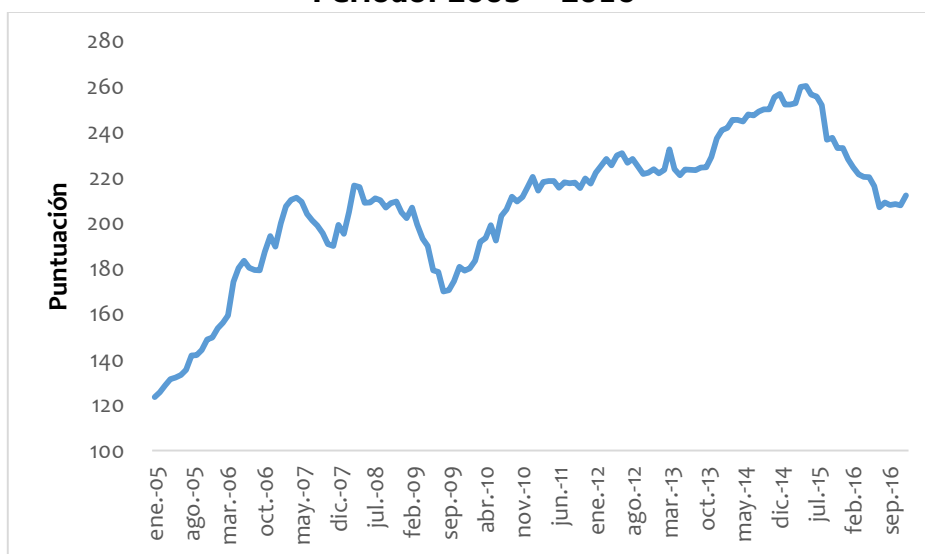
El **IPECU** es un índice realizado por la Bolsa de Valores de Guayaquil, mide las variaciones de los precios de las acciones que se negocian a nivel nacional y se incluye a los emisores que hayan negociado acciones durante los últimos seis meses previos a la revisión del indicador. Adicionalmente, tiene en cuenta que los emisores, dentro del índice, tengan la mayor participación por capitalización bursátil. Para su cálculo se utiliza el último precio de cierre de la acción de la Bolsa de Valores de Quito o de la Bolsa de Valores de Guayaquil.

En la cartera de acciones que componen este índice se encuentran las empresas que hayan alcanzado el 70% de participación en el mercado. Durante los años 2005 al 2016, los emisores que tuvieron la mayor presencia bursátil fueron:

- Corporación Favorita.
- Sociedad Agrícola San Carlos.
- Cristales del Ecuador CRIDESA.
- Industrial San Carlos.
- Hotel Colón.
- Industrias Ales.
- Holcim.
- Cervecería Nacional.

Para el período 2005 – 2016, la tendencia de los precios se incrementó, habiendo pasado de 123 puntos en enero del 2005, a 212 puntos a diciembre del 2016. La principal caída que se presenta en los precios corresponde al mes de agosto del 2009 en el que el índice cayó a 171 puntos, luego de una tendencia al alza de 182 puntos promedio en junio del 2009. Por otro lado, el índice alcanzó su puntaje más alto en mayo del 2015, con 260 puntos. Véase gráfico 21

Gráfico 21: Índice de Precios IPECU
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Banco Central del Ecuador, informes económicos 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

La tendencia de los precios de las acciones es irregular, varían según las propensiones del mercado, lo que induce a conocer si los precios de las acciones se mueven con sincronismo para lo que se recurre a la medida de sincronismo de las acciones clásica. Esta medida expresa la tendencia de las acciones a moverse en la misma dirección en un momento dado. Los 27 emisores con mayor capitalización bursátil del periodo 2005 – 2016 muestran una tendencia de precios que incrementó en los últimos 12 años. Anexo 1

A través de la medida de sincronismo de las acciones clásicas, se observa que los precios de las que tienen un sincronismo moderado durante el 2006 - 2016⁵. El año con el sincronismo más alto es el 2006, en el que existe un 90%, mientras que los más bajos fueron el 2009, 2011 y 2013, con el 50% de sincronismo.

En los años antes señalados, aparecieron igual cantidad de empresas que aumentaron y disminuyeron sus precios. Dejando de lado los años atípicos como el 2006 y 2007, donde se observa que los precios tuvieron un promedio del 84% de sincronismo, se establece un promedio de 57% para el período 2008 – 2016. Este es el límite inferior de la medida, por lo que se lo ha calificado como un mercado asincrónico.

De este análisis se infiere que los recursos están siendo asignados en las acciones que generan una mayor rentabilidad, por lo que existe diversificación del riesgo debido a que las acciones que cotizan en el mercado poseen precios diferentes y los inversionistas pueden escoger entre estas opciones. Véase tabla 2

Tabla 2: Sincronismo de precios
Periodo: 2006 – 2016

AÑO	SUBEN	BAJAN	SINCRONISMO
2006	9	1	0.90
2007	7	2	0.78
2008	9	5	0.64
2009	7	7	0.50
2010	9	6	0.60
2011	8	8	0.50
2012	11	8	0.58
2013	10	10	0.50
2014	13	6	0.68
2015	8	9	0.53
2016	9	6	0.60

Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

⁵ En el cálculo del sincronismo de precios no se incluye el año 2005 ya que este se establece como el año base para conocer si los precios aumentaron o disminuyeron con el año siguiente.

Negociación con información privilegiada

Este índice refleja el porcentaje de empresas que tienen un mayor número de negociaciones en el mercado y se basa en los patrones de volumen negociado. Indica la prevalencia del comercio en un mercado con información privada o privilegiada, lo que provoca que inversores que poseen información, negocien sus acciones antes que otros que no la poseen. Esto daría lugar a que los precios de las acciones sean mal valorados durante varios días sucesivos, sin embargo, este índice es subjetivo por lo que solamente se utiliza como una medida comparativa entre emisores.

En lo indicado en la Ley del mercado de valores (2014:15) en lo referente a la información privilegiada establece que “se entiende por información privilegiada el conocimiento de actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores materia de intermediación en el mercado de valores, mientras tal información no se haya hecho del conocimiento público”.

Adicionalmente, indica que todos los participantes y funcionarios que tengan acceso a información sobre operaciones de adquisición o enajenación que puedan influir en los precios de los valores deben guardar un estricto sigilo sobre ella. Y establece que utilizarla para afectar los precios de los títulos valores conlleva a responsabilidades civiles y penales. Por esta razón se prohíbe utilizar esta información para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores con ésta información o de instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores.

El volumen de acciones para los emisores de mayor capitalización bursátil para el periodo 2005 – 2016, fue similar en todas las empresas, de las cuales, Corporación Favorita obtuvo el mayor número de acciones negociadas, con un promedio de 10 millones. Por otro lado, el resto de empresas, como Hotel Colón, Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos, Industrias Ales, Inversiones San Carlos, Cridesa y Holcim, mostraron una tendencia de transacción de acciones análogas.

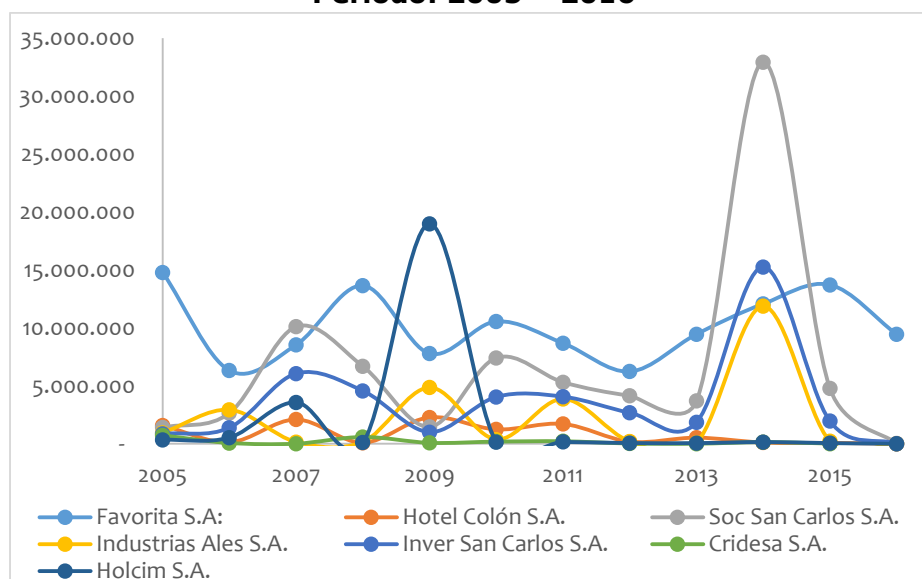
El año 2014 existió un mayor volumen negociado de tres acciones: Sociedad Agrícola San Carlos e Industrial San Carlos, realizaron una readquisición de acciones por un total de 53.766. Por otro lado, Industria Ales realizó un proceso de desmaterialización de sus acciones para transformarlas en anotaciones en cuenta, esto incrementó considerablemente las transacciones de esta acción. Otro valor importante de negociación corresponde a las acciones de Holcim, en el año 2009, con un total de \$18 millones. En este año, los accionistas mayoritarios cedieron la totalidad de sus participaciones a Holcim Investments (Spain), \$10 millones (49,2%)⁶. Véase gráfico 22

⁶ Esta información se presentó en los siguientes reportes de emisores:

<http://www.holcim.com.ec/uploads/EC/Repfin2009.pdf>

<https://issuu.com/ingeniosancarlos/docs/informe-anual-san-carlos-2015-e>

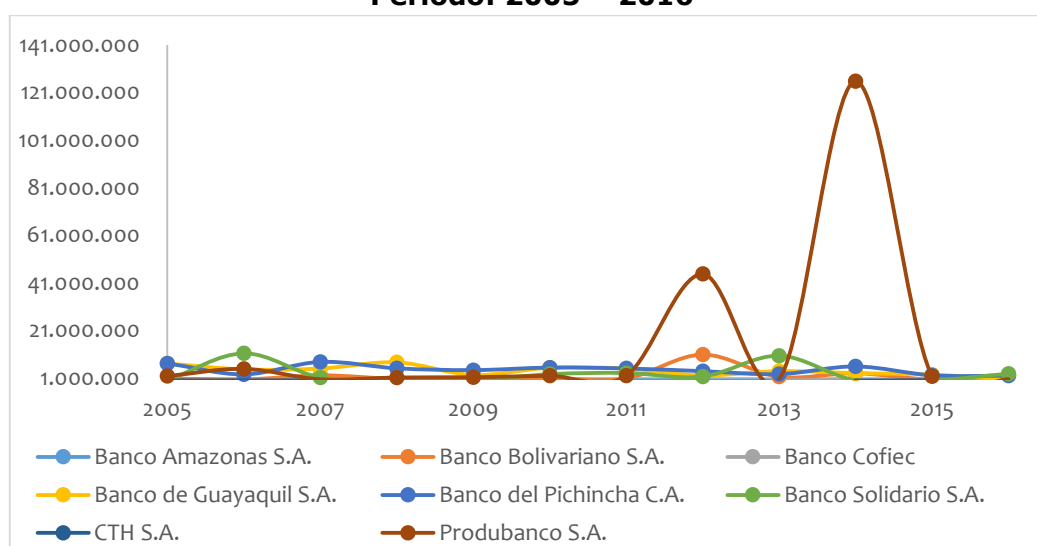
Gráfico 22: Cantidad de acciones negociadas – emisores de mayor participación bursátil sector real
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

Las acciones de emisores del sector financiero, mostraron una tendencia similar durante el periodo de estudio, la cantidad realmente negociada no varía sustancialmente para ninguna de las instituciones bancarias que las emitieron. Sin embargo, en el caso de Banco de la Producción, Produbanco, los años 2012 y 2014 fueron de mayor cantidad de acciones negociadas con \$44 y \$125 millones respectivamente. Véase gráfico 23

Gráfico 23: Cantidad de acciones negociadas – emisores de mayor participación bursátil sector financiero
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

En el año 2012, Produbanco realizó contratos de compra y venta de las acciones que mantenía en Produfondos, Produvalores y Produseguros, debido a la resolución (JB-2012-2237), emitida por la Junta Bancaria, que no permitió a los bancos mantener participaciones en empresas de seguros, casas de valores y administradores de fondos y fideicomisos⁷. Para el año 2014, el Grupo Promérica adquirió el 56% de las acciones de Produbanco, por esta razón el volumen negociado de acciones fue alto en relación a las otras instituciones financieras.⁸

Los índices de eficiencia muestran que el mercado ecuatoriano de valores cumple con las características necesarias para movilizar los recursos adecuadamente, donde los precios de las acciones son asincrónicos, lo que permite a los inversores diversificar el riesgo y transferir recursos a las inversiones más rentables del sector productivo. Por otro lado, los emisores son capaces de participar del mercado, pues el volumen de acciones negociadas no se centra en un solo emisor lo que indica que no se está utilizando información privilegiada para influir en el precio de mercado de estas acciones.

Estabilidad

La estabilidad se define como la condición en la que los mercados de valores pueden soportar golpes económicos y financieros sin interrupción importante en sus negociaciones y en la asignación eficaz de los fondos hacia la inversión productiva. Esta dimensión se establece a través del índice de volatilidad de los precios de las acciones, lo que determina que un mercado más estable tenga un menor grado de variación en los precios de las acciones.

El índice que refleja el comportamiento de las acciones en el mercado de valores ecuatoriano es el **ECUIINDEX**, el mismo que muestra el promedio de las variaciones de los precios de las acciones en relación a una base. Considera a la capitalización bursátil como la ponderación que tiene cada empresa en la cartera que lo conforma, para cuya formación se considera a las empresas más representativas por los siguientes criterios: tamaño, número de transacciones, valor efectivo de las negociaciones. Se considera como el menos especulativo y riesgoso.

Durante el periodo 2005 – 2016, el mercado ecuatoriano de valores mostró estabilidad moderada, pues pasó de 876 puntos en enero del 2005, a 1033 puntos en diciembre del 2016. Este índice reveló cuatro situaciones importantes que marcaron la estabilidad del mercado, así: la primera, correspondiente a los meses de febrero del 2005 a diciembre del 2006; a inicios del 2005, el índice se sitúa en

⁷<https://www.google.com.ec/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=16&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjnMz1unUAhWDLyYKHQitCHA4ChAWCD8wBQ&url=http%3A%2F%2Fwww.bankwatchratings.com%2Findex.php>

⁸ <http://www.informateypunto.com/index.php/economia/7307-promerica-compra-56-de-acciones-de-produbanco>

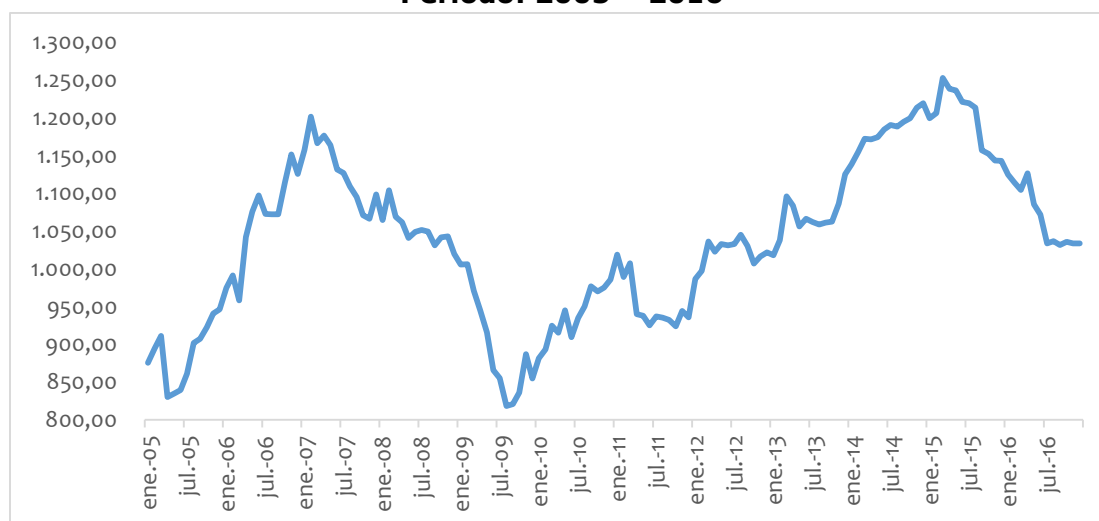
894 puntos y, a finales del 2006, en 1125 unidades. El incremento del índice fue de 231 puntos que significaron el 26%, lo que habría sido provocado por el incremento de las inversiones producto de las remesas recibidas.

La segunda corresponde a los meses de enero del 2007 hasta julio del 2009. Para el 2007 el índice alcanzó los 1157 puntos, mientras que, para agosto del 2009, cayó hasta los 818 puntos, el decrecimiento, como se aprecia, fue de 339 puntos. Es importante mencionar que 818 puntos es el valor más bajo que tomó el índice para estos 12 años, caída que fuera producto de la crisis financiera internacional que empezó en el 2008. Sin embargo, esta crisis no afectó fuertemente al mercado nacional, pues la variación fue de 29%. Un porcentaje moderadamente bajo.

La tercera corresponde a la recuperación del índice desde septiembre del 2009 hasta marzo del 2015, lapso en que el mercado mostró una rápida recuperación de estabilidad, el índice pasó de 820 puntos, en septiembre, a 1206 puntos en marzo, es decir un incremento de 386 puntos. Este es el punto más alto que ha alcanzado el índice en el periodo 2005 – 2016, cuyo crecimiento fue del 47%, lo que demuestra que las reformas políticas y económicas del Gobierno del Presidente Rafael Correa sirvieron para contener los efectos de la crisis internacional en el mercado ecuatoriano de valores.

Finalmente, la cuarta corresponde a los meses de abril del 2015 hasta diciembre del 2016, en que el índice muestra una nueva caída, pues, pasa de 1239 puntos en abril, a 1034 puntos en diciembre. La variación fue de 205 puntos que significaron una caída del 17% que se explica por la relación con el aumento de consumo, debido al terremoto ocurrido el 16 de abril de 2016. Véase gráfico 24

Gráfico 24: ECUINDEX
Periodo: 2005 – 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, informes bursátiles 2005 – 2016
Elaboración: Ximena Moreno

A través de los indicadores de desarrollo del sistema financiero, se establece el grado de desarrollo de un mercado de valores en cuatro dimensiones: tamaño, acceso, eficiencia y estabilidad. Durante el periodo 2005 – 2016, el Ecuador tuvo un mercado de valores pequeño con una capitalización bursátil promedio de 6%. El volumen negociado es pequeño en relación a la economía con un 7%, sin embargo, mostró ser líquido y dinámico a través del índice de rotación promedio del 97%. El acceso de nuevos emisores al mercado es relativamente fácil, para el periodo analizado el promedio de nuevas emisiones fue 79. Sin embargo, el índice IHH alcanzó un valor de 1301 puntos para el 2016, lo que demuestra un mercado semiconcentrado. Este índice se apoya en la concentración por capitalización bursátil que obtuvo un valor del 91% de concentración en promedio.

Adicionalmente, el mercado se estableció como eficiente, los precios de las acciones variaron en valores distintos durante el periodo, el sincronismo apenas fue de 57% para los años 2008 al 2016 cerca del límite inferior del índice. Por otro lado, no existieron negociaciones con información privilegiada, la cantidad de acciones transadas era prácticamente similar para todos los emisores. El ECUINDEX asumió influencia del mercado con aumentos y disminuciones de su puntaje, lo que permite inducir que es un mercado medianamente estable y que se vio afectado por situaciones fuera del mismo y dentro de este. Véase tabla 3.

Tabla 3: Indicadores de Desarrollo del Sistema Financiero
Periodo: 2005 – 2016

Dimensión / Indicador	Valor Promedio	Resultado
Tamaño		
Capitalización Bursátil	6%	Pequeño
Volumen Negociado / PIB	7%	Pequeño
Volumen Negociado / Capitalización Bursátil	97%	Líquido
Acceso		
Número de nuevas emisiones	79	Facilidad de acceso
Concentración por Capitalización Bursátil	91%	Concentrado
Indice Herfindall Hirschman	1301	Semi Concentrado
Eficiencia		
Sincronismo de precios	57%	Eficiente
Negociación con información privada	No	Eficiente en entrega de información
Estabilidad		
Ecuindex	1038 puntos	Medianamente estable

Fuente: Banco Mundial, *Equity Market Indicators: A primer* 2006

Elaboración: Ximena Moreno

Los principales problemas del mercado ecuatoriano de valores son su tamaño y el limitado acceso de los emisores por la fuerte concentración en pocas empresas por capitalización bursátil. Las fortalezas se establecen por la eficiencia y la estabilidad por lo que se puede catalogar como un mercado sano. En el siguiente capítulo se realiza un análisis de las variables macroeconómicas que inciden en el desarrollo del mercado ecuatoriano de valores.

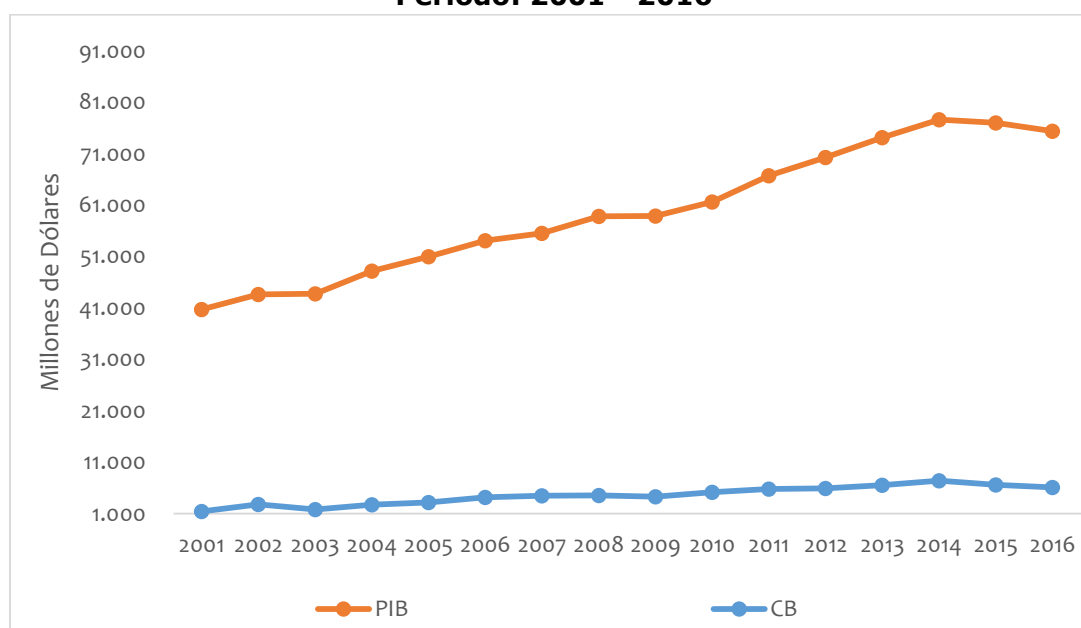
Variables macroeconómicas que inciden en el mercado de valores ecuatoriano

Las variables macroeconómicas que afectan al desarrollo del mercado de valores son consideradas con base a la data del Banco Central del Ecuador como: PIB, ahorro, inversión, crédito al sector privado, PIB per cápita, inflación e interés; información del Banco Mundial sobre el Índice de Riesgo Político y el mercado nacional de valores en consideración al volumen negociado y la capitalización bursátil para verificar si cada una de las variables planteadas explican el desarrollo del mercado de valores.

Resumen Estadístico

El mercado ecuatoriano de valores es pequeño con relación al tamaño de su economía. El poco desarrollo alcanzado durante el periodo 2005 – 2016 está relacionado con una serie de factores macroeconómicos e institucionales que lo limitan. Esto se puede observar en la relación que existe entre el volumen negociado y el Producto Interno Bruto. Mientras que el PIB se encuentra en valores de \$39.000 a \$70.000 millones de dólares; El primer indicador alcanza valores de \$1.600 a \$8.336 millones durante este periodo. Véase gráfico 25

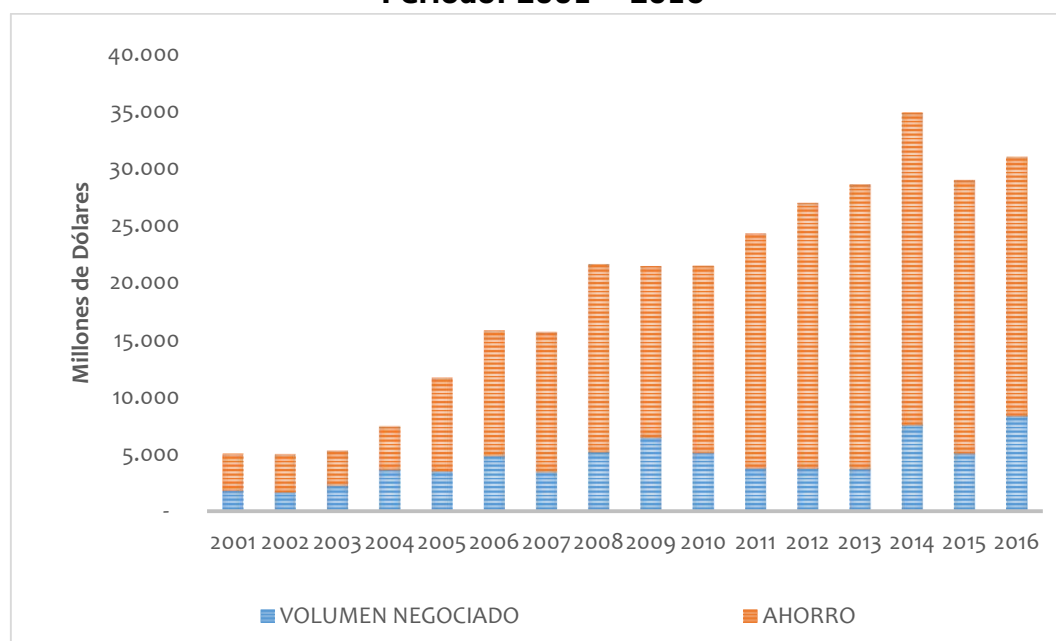
**Gráfico 25. Volumen Negociado VS PIB millones de dólares
Periodo: 2001 - 2016**



Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Ximena Moreno

Por otro lado, en el caso del ahorro pasó de los \$3.220 millones en el 2001 a \$22.287 millones en el 2016. Es decir que durante este periodo una gran cantidad de recursos se mantuvieron en el sistema financiero. Al realizar una comparación del ahorro nacional con el volumen negociado tanto en renta fija como renta variable se puede observar que pocos recursos se canalizaron a través del mercado de valores. Pasando de \$1.807 millones en 2001 a 8.336 millones en el 2016. En promedio el volumen negociado representa el 37% del ahorro nacional. Véase gráfico 26

Gráfico 26. Volumen Negociado VS Ahorro Nacional millones de dólares
Periodo: 2001 – 2016

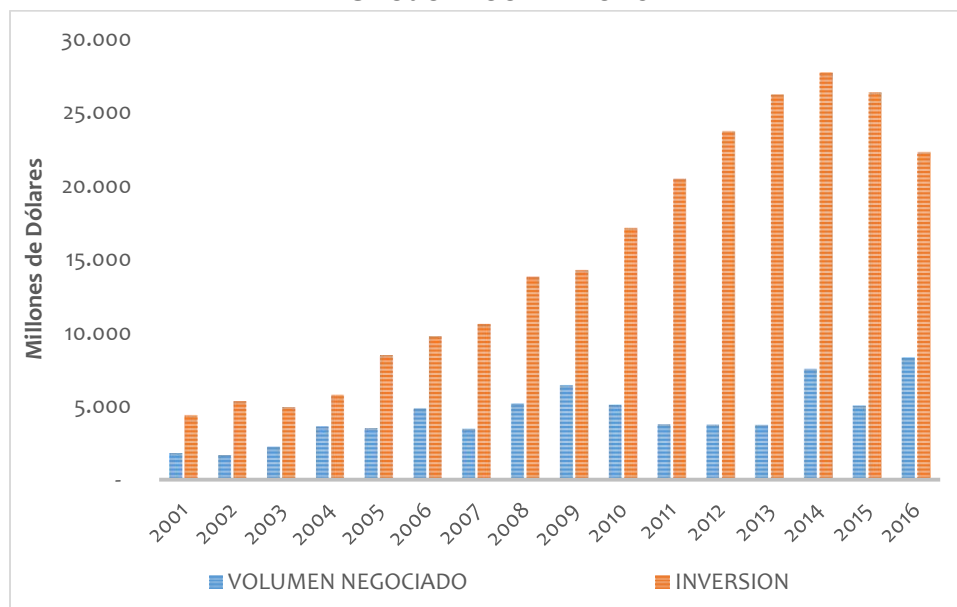


Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Ximena Moreno

Adicionalmente, la inversión se considera un determinante fundamental para el desarrollo del mercado de valores. Se consideran una forma de transferir recursos hacia proyectos que requieran financiamiento. Las empresas recurren a este tipo de financiamiento por los costos relativamente bajos en relación al sistema financiero tradicional. Durante el periodo 2001 – 2016 se puede observar que la inversión ha pasado de \$4.385 millones en el primer año \$22.287 millones en el último de análisis.

En el Ecuador se observa que el volumen negociado a través del mercado de valores representó el 41% de la inversión nacional para el año 2001 y el 37% para el 2016. Esto indica que los recursos que se transfieren hacia el sector productivo a través del mercado de valores ocupan una participación significativa de lo que se destina a inversión en el Ecuador. Véase gráfico 27

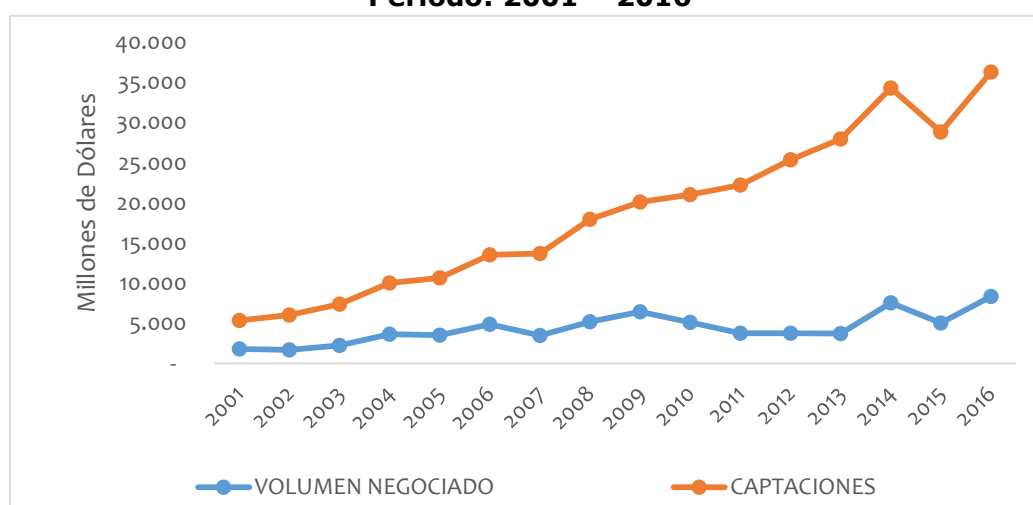
Gráfico 27. Volumen Negociado VS Inversión Nacional millones de dólares
Periodo: 2001 – 2016



Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Ximena Moreno

De lo observado se deduce que el resto de recursos invertidos a nivel nacional están siendo canalizados a través del sistema financiero tradicional. Además, la inversión se alimenta de los recursos que recibe de este medio. Lo anterior se evidencia en el análisis del periodo 2001 – 2016. Se puede observar que las captaciones realizadas por el sistema financiero tradicional pasaron de \$3.561 millones en el 2001, a un total de \$27.912 millones en el 2016. Un crecimiento porcentual del 684% en 16 años. Por otro lado, el crecimiento del volumen negociado para este mismo periodo fue de 361%, más de la mitad de lo alcanzado por el sistema bancario. Véase gráfico 28

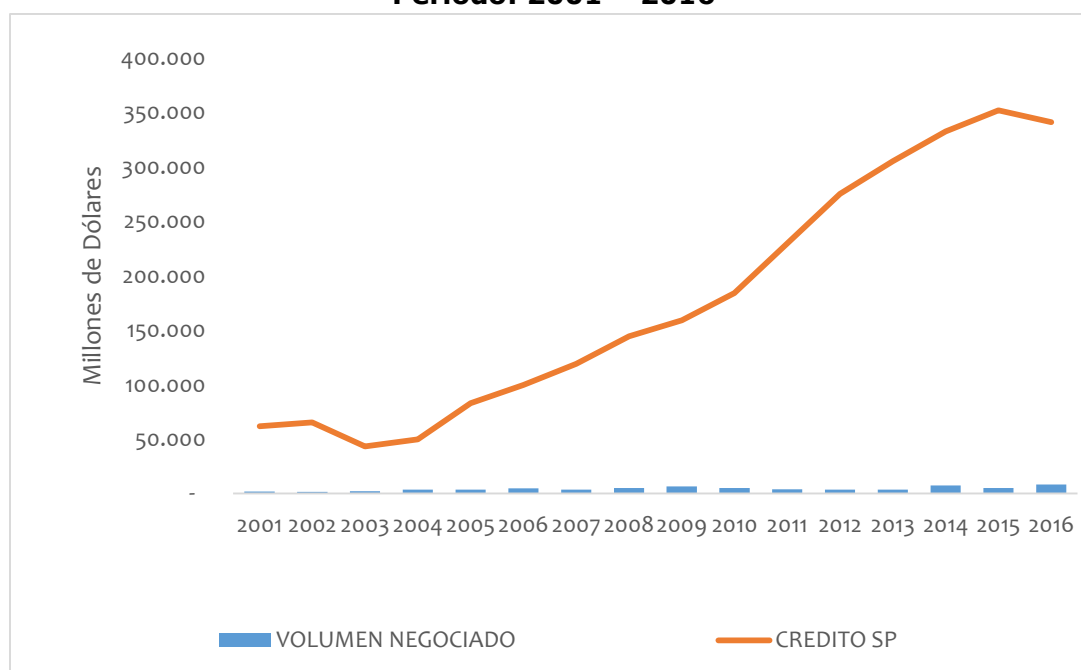
Gráfico 28. Volumen negociado VS Captaciones del sistema financiero tradicional millones de dólares
Periodo: 2001 – 2016



Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Ximena Moreno

Adicionalmente, los créditos otorgados al sector privado por el sistema financiero nacional mostraron un crecimiento del 451% durante el periodo 2001 – 2016. Lo que indica que los recursos que se reciben en este medio son canalizados al sector productivo en mayor medida que el canalizado por el mercado de valores. Que demostró un crecimiento de 361% en los últimos 16 años, es decir, 10 puntos menos que el sistema financiero tradicional. Véase gráfico 29

Gráfico 29. Volumen negociado VS Crédito otorgado al sector privado
Millones de dólares
Periodo: 2001 – 2016

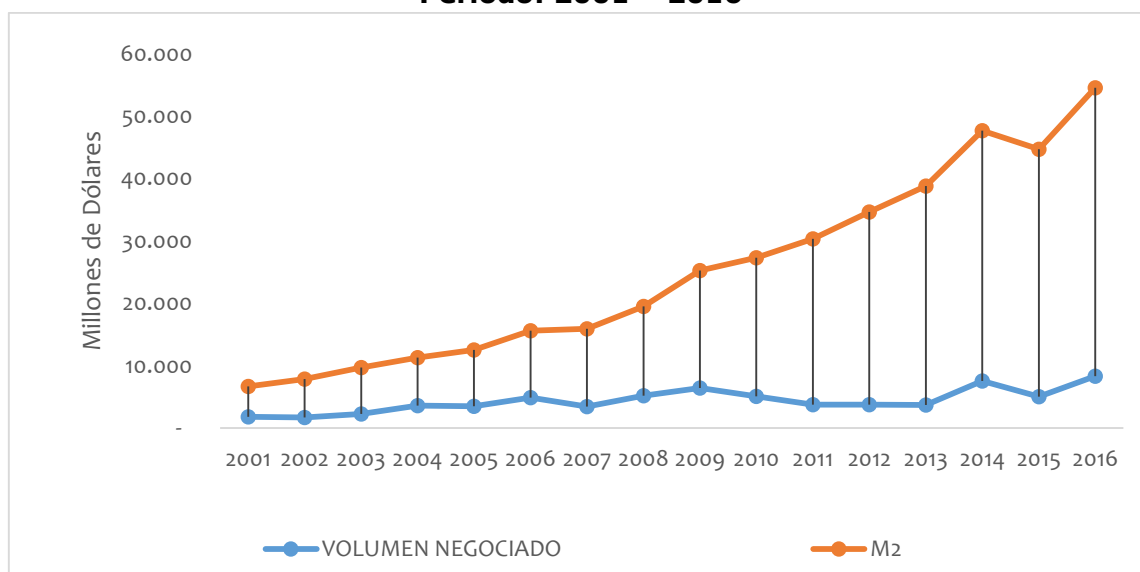


Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Ximena Moreno

En la economía ecuatoriana se puede observar que la liquidez monetaria incrementó desde el año 2001 al 2016. Es decir que existe una mayor facilidad para que los activos se puedan convertir en efectivo sin perder valor. Se considera dentro de M2 al dinero que se encuentra en las cuentas bancarias. En el año 2001 M2 alcanzó \$4.875 millones con un crecimiento del 847% para el 2016 (\$46.188 millones).

El mercado de valores en su función de aumentar la liquidez utiliza las negociaciones en mercado secundario. Esto permite a los tenedores de títulos valores vender estos activos para recuperar los recursos que están invertidos. El mercado secundario del Ecuador muestra un crecimiento del 16% durante los 16 años del periodo analizado. Este mercado alcanzó un total de \$1.098 millones para el año 2001 hasta un total de \$1.270 millones en el 2016. Valor que se encuentra muy por debajo del alcanzado por M2. Véase gráfico 30

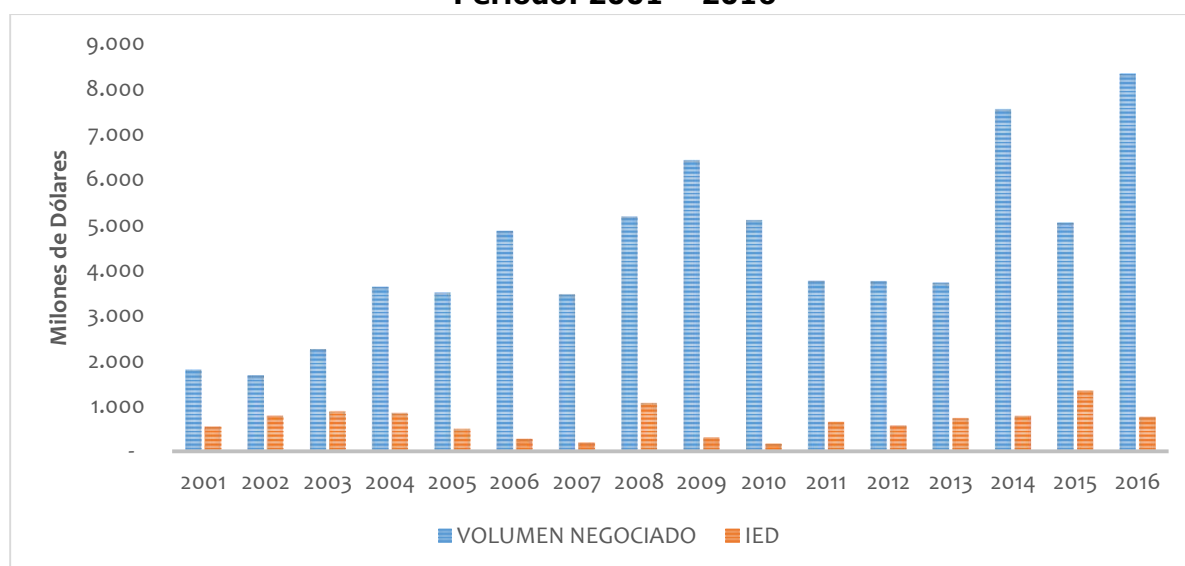
Gráfico 30. Volumen negociado VS Liquidez monetaria (M2)
Millones de dólares
Periodo: 2001 – 2016



Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Ximena Moreno

La globalización de los últimos años ha permitido que se realicen inversiones alrededor del mundo, lo que ha permitido el desarrollo de los mercados de valores de distintos países. La inversión extranjera directa se establece como una fuente adicional de recursos que pueden canalizarse a través del mercado de valores. Esto incrementa la participación inicial en el provocado por recursos internos. Véase gráfico 31

Gráfico 31. Volumen negociado VS Inversión Extranjera Directa
Millones de dólares
Periodo: 2001 – 2016

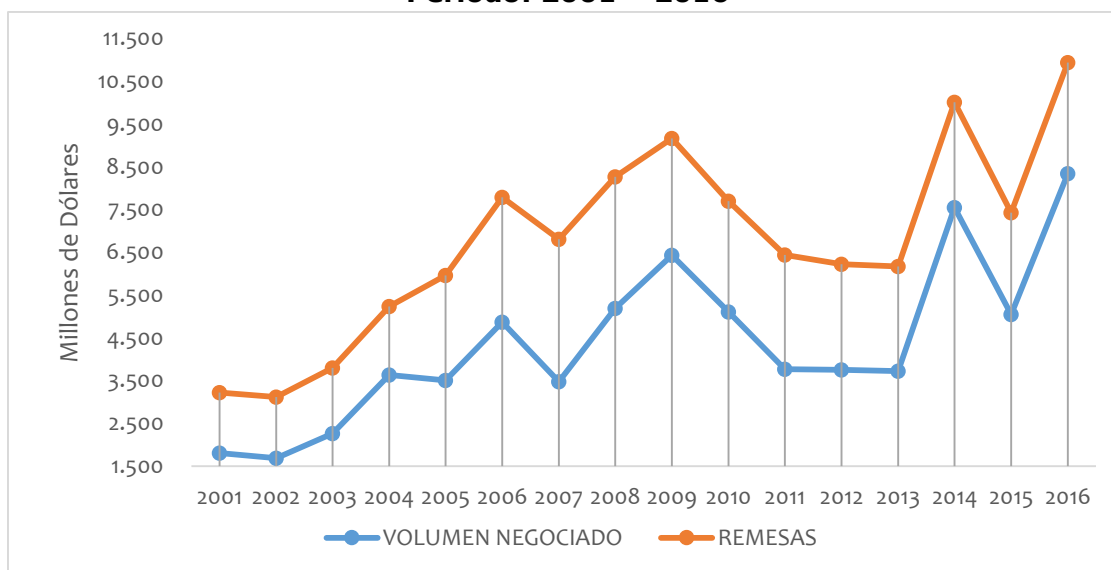


Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Ximena Moreno

El gráfico anterior evidencia que el volumen negociado es mucho mayor que los recursos que provienen de la inversión extranjera directa. Esta variable alcanzó un total de \$539 millones en el 2001, a \$756 millones 2016. El valor máximo alcanzado corresponde a \$1.322 millones para el 2015. Esto indica que la mayor cantidad de recursos negociados en el mercado de valores ecuatoriano corresponden a los que se mantienen localmente.

Por otro lado, los inversionistas como personas naturales buscan obtener un mayor rendimiento de sus recursos a través de la inversión. Los recursos que provienen del exterior para estos participantes son las remesas que pueden ser utilizadas para el ahorro a través de la inversión en el mercado de valores. Se puede observar que durante el periodo 2001 al 2016. Estas pasaron de \$1.415 millones en el primer año a \$2.602 millones en el último analizado. Desde el punto de vista del volumen negociado este se encuentra por debajo de los recursos que ingresan al país por este concepto. Esto implica que se pueden utilizar las remesas como una fuente de recursos importantes en el mercado de valores ecuatoriano. Véase gráfico 32

Gráfico 32. Volumen negociado VS Remesas
Millones de dólares
Periodo: 2001 – 2016



Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Ximena Moreno

Modelo econométrico Log – Log

Para el efecto, se explica el modelo econométrico log-log para modelar los valores reales del caso ecuatoriano y presentar los resultados que solventan las preguntas de investigación planteadas al inicio de la disertación. Para el caso de la modelización econométrica se toma datos trimestrales desde el año 2001 al 2016 (64 observaciones).

Para conocer las variables que inciden en el desarrollo del mercado de valores, se modeliza con la función de Cobb Douglas que muestra resultados de elasticidades. La ecuación básica de esta función es:

$$Y = \beta_1 X^{\beta_2} + e^{\mu_i}$$

Se utilizan logaritmos en ambos lados de la especificación econométrica para generar la linealidad deseada en los parámetros. En concreto el objetivo es cumplir con los supuestos de mínimos cuadrados ordinarios (MCO). Al cumplir este supuesto del modelo clásico de regresión lineal, los parámetros estimados serán los mejores estimadores lineales insesgados, Gujaratí (2009). El resultado de esta transformación es el siguiente:

$$\ln Y = \ln \beta_1 + \beta_2 \ln X + \mu_i$$

$$\ln Y = \alpha + \beta_2 \ln X + \mu_i$$

Los coeficientes α y β_2 pueden utilizarse para determinar el impacto de las variables independientes (X), sobre la variable dependiente (Y). Los coeficientes en un modelo log-log, representan la elasticidad de "Y" (variable dependiente) con respecto a "X" (variable independiente). En otras palabras, el coeficiente es el cambio porcentual previsto en la variable dependiente para un cambio porcentual en la variable independiente.

La variable de interés es la capitalización bursátil que indica el valor total de las empresas que cotizan en bolsa con relación al precio establecido dentro de este mercado. Para la fundamentación del modelo se utiliza el modelo de equilibrio parcial establecido por Calderón – Rossell (1991).

Modelo de equilibrio Calderón – Rossell

Especificación del modelo

El modelo propuesto por Calderón–Rossell (1991), muestra un tipo estructural para el desarrollo del mercado de valores. La hipótesis principal de este modelo es que el nivel de crecimiento económico definido por el PIB y la liquidez se considera los principales determinantes del desarrollo del mercado de valores.

Se define a la capitalización bursátil como la variable dependiente debido a que es una variable aproximada de la habilidad del mercado para movilizar capital y diversificar el riesgo. La capitalización bursátil está definida por:

$$Y = PV \quad (1)$$

En donde:

Y es capitalización bursátil

P es el número de compañías listadas en el Mercado de Valores y

V es el precio de las compañías listadas

El modelo se presenta de la siguiente manera:

$$Y = PV = Y(G, T) \quad (2)$$

$$V = V(C, P), \quad P = P(T, V) \quad (3)$$

Las variables G y T son exógenas y muestran el PIB per cápita y la tasa de liquidez de mercado respectivamente. Las variables V y P son endógenas. Las ecuaciones estructurales se expresan de forma reducida de esta manera:

$$\text{Log } Y = \theta_1 \text{Log } G + \theta_2 \text{Log } T \quad (4)$$

El componente de la forma reducida está expresa por:

$$\text{Log } V = \alpha_1 \text{Log } G + \alpha_2 \text{Log } T \quad (5)$$

$$\text{Log } P = \omega_1 \text{Log } G + \omega_2 \text{Log } T \quad (6)$$

(4) se puede escribir de la siguiente manera:

$$\text{Log } Y = \text{Log}(PV) = \alpha_1 \text{Log } G + \alpha_2 \text{Log } T + \omega_1 \text{Log } G + \omega_2 \text{Log } T \quad (7)$$

$$\text{Log } Y = (\alpha_1 + \omega_1)\text{Log } G + (\alpha_2 + \omega_2)\text{Log } T \quad (8)$$

En donde:

$$\theta_1 = \alpha_1 + \omega_1 \quad (9)$$

$$\theta_2 = \alpha_2 + \omega_2 \quad (10)$$

La expresión (8) permite conocer el impacto del crecimiento económico G y de la liquidez de mercado T en el mercado de valores Y en términos porcentuales. Dado que existen otras variables macroeconómicas que afectan el desarrollo del mercado de valores se utilizará el modelo ampliado de la siguiente manera:

$$CB = \beta_0 + \beta_1 * \text{liquidez} + \beta_2 * \text{ahorro} + \beta_3 * \text{crédito} + \beta_4 * \text{crecimientopib} + \beta_5 * \text{logpibper} + \beta_6 * \text{interes} + \beta_7 * \text{inflación} + E$$

Variable dependiente:

- Capitalización Bursátil (CB): se calcula como el valor de mercado de todas las acciones que cotizan en el mercado de valores en relación al PIB

Variables independientes:

- Liquidez de mercado: se calcula a través de dos indicadores:
 - valor total negociado / PIB
 - Ratio de volumen de negocio (valor total negociado/CB)

- Ahorro: tasa de ahorro doméstico como % del PIB
- Inversión: inversión doméstica como % del PIB
- Desarrollo del sector bancario: medido a través del crédito otorgado al sector privado/PIB
- Interés: Tasa de interés real
- Crecimiento pib: crecimiento del PIB como variación porcentual
- Logpibper: se calcula como el logaritmo natural del PIB per cápita
- Inflación: Tasa de inflación anual.
- Factores institucionales: índice de riesgo político basado en International Country Risk Guide

Variables del modelo

Como variable dependiente se incluye la capitalización bursátil como porcentaje del PIB, la misma que permite medir el desarrollo del mercado de valores que muestra la proporción del PIB que se utiliza dentro de este. En Ecuador la tasa de capitalización es muy baja, explicada para el periodo 2001 – 2016 el valor máximo que ha alcanzado es de 17%. El supuesto detrás del uso de esta variable es que el tamaño total del mercado está positivamente correlacionada con la habilidad de movilizar capital y diversificar el riesgo en el total de la economía. García y Liu (1999)

Las investigaciones de este modelo han demostrado que existen factores adicionales (macroeconómicos e institucionales) que son determinantes importantes del desarrollo del mercado de valores. Como variables independientes significativas de estos modelos se han establecido factores como:

- 1) El crecimiento económico medido a través del PIB real como en el caso de García y Liu (1999), Bayar (2015) y Cherif (2006) o del PIB per cápita como en Joshpat (2012). Ambos indicadores han demostrado tener un efecto positivo en el desarrollo del mercado de valores. Esto se explica por la existencia de más ingresos que permiten disponer de mayores recursos que se ahorran y se destinan a la inversión. Este indicador se encuentra relacionado con el tamaño del mercado de valores porque posibilita conocer la cantidad de recursos que se tranzan.
- 2) La liquidez del mercado de valores se mide a través de la relación entre el valor total negociado/PIB y el valor total negociado/Capitalización Bursátil. (García, 1999; Bayar, 2015; Josphat, 2012; Cherif, 2006; Yartey, 2008; Demirguc - Kunt, 1995; Sukruoglu, 2014). Estos dos indicadores permiten conocer el grado de comercio que existe. Además, se ha demostrado que un mercado con mayor grado de liquidez permite un mayor desarrollo.

- 3) Desarrollo del sector bancario: para conocer el efecto de esta variable en el desarrollo del mercado de valores, se utilizan dos indicadores: a) crédito al sector privado/PIB y, b) Oferta monetaria (M2)/PIB. El primero permite conocer el rol de los bancos en el financiamiento de largo plazo y el segundo, muestra información acerca del tamaño del sector bancario con relación a la economía. Sin embargo, existe controversia acerca de la influencia que tiene el sector bancario en el desarrollo del mercado de valores.

Algunos autores afirman que los dos componentes del sector financiero son complementarios, (García y Liu, 1999; Bayar, 2015; Josphat, 2012; Cherif, 2006; Yartey, 2008; Demirguc-Kunt, 1995). Ofrecen distintas formas de inversión y de canalizar los recursos a sectores productivos. Mientras que Sukruoglu (2014), afirma que el sector bancario tiene la suficiente fuerza de canalización de recursos como para limitar la inversión en el mercado de valores. Esta variable depende del contexto en el que se analice.

- 4) Volatilidad macroeconómica: para determinar el grado de este factor, se han establecido dos indicadores principales como la inflación y la tasa de interés real. Esto se debe a que una fluctuación limitada de estas variables indicaría que los mercados son menos volátiles y que los mercados de valores pueden desarrollarse. Sobre el efecto de estas variables se han establecido tres posibles efectos según el contexto en el que se han aplicado los modelos.

Por un lado, algunos autores como (García y Liu, 1999; Bayar, 2015; Cherif, 2006 y Sukruoglu, 2014), determinaron que la inflación afecta negativamente al desarrollo del mercado de valores. Un mercado que tiene una mayor inestabilidad no puede crear un mercado de valores desarrollado. Adicionalmente, al incrementarse la tasa de inflación se crea un aumento de precios de los títulos valores.

Por otro lado, la evidencia demostró que la inflación no tiene ningún efecto en el desarrollo del mercado de valores (Josphat, 2012 y Bayar, 2015) y que puede, de hecho, afectarlo positivamente (Yartey, 2008). El argumento de Yartey (2008), fue que su evidencia empírica demostraba que el incremento de los precios aumentaba el ahorro y por tanto la canalización de recursos al mercado de valores.

En la siguiente tabla se indican las variables que forman parte del modelo. Adicionalmente se incluye la fuente de la información y el nombre con el que están dentro del análisis del modelo. Véase tabla 4

Tabla 4. Variables incluidas en el modelo Calderón - Rossell

VARIABLE	ABREV	TIPO	CÁLCULO	FUENTE
Capitalización Bursátil	CBPIB	Dependiente	CB/PIB	Bolsa de Valores de Quito y de Guayaquil

Producto Interno Bruto	PIB	Independiente	Δ PIB	Banco Central del Ecuador
Ahorro	AHPIB	Independiente	AH/PIB	Banco Central del Ecuador
Inversión	INVPIB	Independiente	INV/PIB	Banco Central del Ecuador
Crédito al sector privado	CDSPPIB	Independiente	CDSP/PIB	Banco Central del Ecuador
Volumen negociado	VNPIB	Independiente	VN/PIB y VN/CB	Bolsa de Valores de Quito y de Guayaquil
PIB per cápita	LOGPIBC	Independiente	LOGPIBC	Banco Central del Ecuador
Inflación	INF	Independiente	%	Banco Central del Ecuador
Interés	INT	Independiente	%	Banco Central del Ecuador
Índice de Riesgo Político	RIE	Independiente	%	Banco Mundial

Elaboración: Ximena Moreno

Limitaciones del modelo

- A pesar de que el modelo está basado en el crecimiento económico y liquidez, se incluyó variables macroeconómicas adicionales que se encuentran presentes en la literatura vinculada y su no inclusión puede llevar a sesgos empíricos por la omisión de variables relevantes, por lo que se incluyen las variables expresadas con relación al PIB para que los coeficientes de estimación permitan una medición de impacto porcentual que tienen sobre el mercado de valores.
- De no cumplirse la inferencia estadística derivada del modelo puede no ser válida.
- El tamaño de la muestra puede ser pequeño. Conforme aumente el tamaño de la muestra los errores (y los estimadores de MCO) tienden a una distribución normal.
- Existe dificultad para obtener información precisa sobre las variables institucionales contenidas en el Índice de Riesgo Político. Además éstas son un reflejo de la directo de los factores económicos.

Estimación del modelo

Mediante el uso del programa econométrico STATA, se realiza un primer modelo con todas las variables indicadas. El modelo resultó tener problemas de multicolinealidad por lo que se excluyó la variable \ln VN/CB.

Se procede entonces a evaluar la incidencia en la capitalización bursátil del resto de variables. Para el efecto, se establece la siguiente regresión en base a un modelo $\log - \log$:

$$\ln CB/PIB_t = -1,37 - 1,32 \ln PIB_{PC} - 0,31 \ln PIB + 0,54 * \ln \frac{AH}{PIB_t} + 0,51 * \ln \frac{INV}{PIB_t} - 0,36 * \frac{CDSP}{PIB_t} - 0,057 * \ln \frac{VN}{PIB_t} - 0,09 \ln INF + 0,66 \ln INT + 0,43 \ln RIE$$

Tabla5: influencia en la capitalización bursátil del PIB, PIB per cápita, ahorro, inversión, crédito otorgado al sector privado, volumen negociado, inflación, interés, índice de riesgo político

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	48
				F(9, 38)	=	44.11
Model	9.67565252	9	1.0750725	Prob > F	=	0.0000
Residual	.9260629	38	.024370076	R-squared	=	0.9126
				Adj R-squared	=	0.8920
Total	10.6017154	47	.225568413	Root MSE	=	.15611

ln_CB_PIB	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LOGPIBC	-.1321606	.3523827	-0.38	0.710	-.8455221	.581201
ln_PIB	-.0309658	.0205705	-1.51	0.141	-.0726087	.0106771
ln_AHPIB	.5424294	.1873212	2.90	0.006	.1632174	.9216414
ln_INVPIB	.5072318	.1790367	2.83	0.007	.144791	.8696726
ln_CDSPPIB	-.3575091	.1023469	-3.49	0.001	-.5646995	-.1503186
ln_VNPIB	.0569472	.0973143	0.59	0.562	-.1400553	.2539498
ln_INF	-.0097827	.032052	-0.31	0.762	-.0746687	.0551032
ln_INT	.6658636	.2872983	2.32	0.026	.0842585	1.247469
ln_RIE	.4396209	.1703082	2.58	0.014	.0948499	.7843919
_cons	-1.370487	1.846394	-0.74	0.462	-5.108316	2.367341

Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Ximena Moreno

Los resultados arrojan que la regresión es significativa de manera general, dado que el coeficiente de determinación R^2 es cercano a 1, por lo que el ajuste es aceptable y el coeficiente F (Fisher), es menor a 0,05. De las variables analizadas se observa que algunas de ellas no son estadísticamente significativas debido a que su valor probabilístico es mayor a 0,05% por lo que se acepta la hipótesis nula. Es decir que éstas no explican la variable independiente. Estas variables son: el PIB per cápita y el PIB por un lado y el volumen negociado como porcentaje del PIB e inflación, por otro.

Estos resultados muestran que, para el desarrollo del mercado ecuatoriano de valores, los ingresos de la población no son relevantes pues no se están canalizando recursos hacia el mercado de valores. Adicionalmente, la variable PIB tampoco es significativa dentro del modelo, esto obedece a que la capitalización bursátil con relación al PIB no es significante, pues durante el periodo analizado alcanzó un promedio de \$72.869 millones, mientras que el PIB tiene un promedio de \$814.938 millones de dólares. Es decir, representa el 9% del PIB.

Por otro lado, el volumen negociado/PIB no es una variable significativa dentro del modelo, esto podría significar que el tamaño del mercado con relación a la economía no es representativo para el desarrollo del mercado de valores debido a su tamaño. Adicionalmente, la inflación no es una variable significativa dentro del modelo, lo que es consistente con la literatura previa sobre el tema. El resto de variables son significativas dentro del modelo de regresión con probabilidades F menores que 0,05%, por cuya razón se acepta la hipótesis alternativa.

Una vez con las series corregidas, y el análisis de las variables que no son significativas para la regresión, se elimina la variable PIB, PIB per cápita, volumen negociado/PIB y la inflación. Se prueban los mejores modelos (utilizando las diferentes variables), hasta encontrar el modelo en el cual las variables resultan significativas. El resultado es el siguiente:

Tabla 6: influencia en la capitalización bursátil del AH/PIB, INV/PIB, CDSP/PIB, VN/PIB, INT, RIE

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	64
				F(6, 57)	=	88.25
Model	12.7470417	6	2.12450695	Prob > F	=	0.0000
Residual	1.37221927	57	.024074022	R-squared	=	0.9028
				Adj R-squared	=	0.8926
Total	14.119261	63	.224115254	Root MSE	=	.15516

ln_CB_PIB	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ln_AHPiB	.3854433	.1385008	2.78	0.007	.1081003	.6627863
ln_INVPIB	.5873454	.1478779	3.97	0.000	.2912249	.8834659
ln_CDSPPIB	-.3348698	.0775564	-4.32	0.000	-.4901738	-.1795657
ln_VNPIB	.0669535	.0716364	0.93	0.354	-.0764959	.2104029
ln_INT	.5149756	.1563925	3.29	0.002	.2018051	.8281462
ln_RIE	.2593619	.1317113	1.97	0.054	-.0043854	.5231092
_cons	-1.542579	.4588017	-3.36	0.001	-2.461313	-.623844

Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Ximena Moreno

En el gráfico anterior se muestra que el valor de R^2 ajustado es 0,8926 con un $R^2 = 0,90$. Este valor basta para decir que esta regresión lineal explica el 90% de la variación en los datos y sugiere un valor aceptable y significativo estadísticamente. Adicionalmente, el valor del Test – F de la regresión línea es menor a 0,05, por lo que se acepta la hipótesis alternativa, es decir que el modelo global es estadísticamente significativo.

$$\frac{\ln CB}{PIB_t} = -1,54 + 0,39 * \ln \frac{AH}{PIB_t} + 0,59 * \ln \frac{INV}{PIB_t} - 0,34 * \ln \frac{CDSP}{PIB_t} + 0,06 * \ln \frac{VN}{PIB_t} + 0,52 * \ln INT_t + 0,26 \ln RIE$$

El nivel de significancia para las variables explicativas del modelo es del 95%. Para este estadístico se utiliza la siguiente expresión matemática:

$$t_{\text{valor}} = \frac{\hat{\beta} - \beta_0}{SE_{\hat{\beta}}}$$

Los grados de libertad son 57, determinados por la regresión del modelo. Mediante el uso de la tabla de la t de student se establece un valor crítico de $t=1,6720$ para el nivel de significancia establecido y los grados de libertad considerados (57). Se acepta la hipótesis nula. Las siguientes variables son significativas dentro del modelo:

$$H_0: B = 0$$

$$H_A: B \neq 0$$

Tabla 7: Test t para cada variable explicativa

Variable	t	ee	$t_{0,95}$	Comparación
Log AHPIB	2,78	0,1385008	20,07	$20,07 > 1,6716$
Log INVPIB	3,97	0,1478779	26,85	$26,85 > 1,6716$
Log CDSPPIB	-4,32	0,0775564	-55,70	$ 55,70 > 1,6716$
Log INT	3,29	0,1563925	21,04	$21,04 > 1,6716$
Constante	-3,36	0,4588017	-7,32	$ 7,32 > 1,6716$

Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Ximena Moreno

Adicionalmente, se realizó la prueba F global que se efectúa mediante la siguiente fórmula matemática. El valor que se obtiene es menor que el valor crítico de $F=2,254$ para 6 grados de libertad en el numerador y 57 en el denominador. La probabilidad de F es menor que 0,05% por lo que se rechaza la hipótesis nula y se acepta que las variables en conjunto son estadísticamente significativas para el modelo:

$$H_0: B_2 = B_3 = B_4 = \dots = 0$$

$$H_A: \text{no todos los coeficientes son simultaneamente cero}$$

$$F = \frac{R^2/m}{(1 - R^2)/(n - k)}$$

$$F = \frac{(0.9028)/6}{(1 - 0.9028)/(57)}$$

$$F = 88.24$$

Tabla 12. Prueba F de significancia global

. test ln_AHPIB ln_INVPIB ln_CDSPPIB ln_VNPIB ln_INT ln_RIE					
(1)	ln_AHPIB	=	0		
(2)	ln_INVPIB	=	0		
(3)	ln_CDSPPIB	=	0		
(4)	ln_VNPIB	=	0		
(5)	ln_INT	=	0		
(6)	ln_RIE	=	0		
F(6, 57) = 88.25					
Prob > F = 0.0000					

Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Ximena Moreno

Los resultados que arroja el modelo muestran que la incidencia de variables económicas en el desarrollo del mercado de valores medido por la capitalización bursátil como porcentaje del PIB son significativos desde dos perspectivas: económicas (ahorro, inversión y tasas de interés); políticas y estructurales (índice de riesgo político). Adicionalmente, se demuestra que el volumen negociado en relación al PIB, no es una variable significativa al 5% de nivel de confianza por lo que no es un determinante del desarrollo del mercado de valores.

Según los resultados que arroja el modelo, el ahorro y la inversión son variables que inciden en el desarrollo del mercado de valores positivamente. Cuando el ahorro aumenta en 1% el desarrollo del mercado de valores incrementa en 0,39%. Es decir que el mercado de valores está cumpliendo su función de canalizar el ahorro a través de sus servicios, lo que a su vez produce un desarrollo del mercado. Adicionalmente, cuando la inversión aumenta en 1%, el desarrollo del mercado de valores incrementa en 0,59%. Este resultado es similar al presentado por estudios anteriores (Bayar (2015); Yartey (2008); De la Torre (2005)). Los mercados de valores como los intermediarios financieros movilizan el ahorro hacia proyectos de inversión. Mientras exista más ahorro, una mayor cantidad de recursos serán incluidos en el sector productivo.

Otro resultado relacionado con la literatura previa es la incidencia del sector bancario en el mercado de valores (Bayar (2015); Yartey (2008); De la Torre (2005), Sukruoglu (2014)). Según lo indican estos autores, los dos intermediarios buscan transferir recursos del ahorro hacia la inversión, por cuya razón pueden ser sustitutos o complementarios. Los resultados del modelo demuestran que, en el caso ecuatoriano, el sector bancario es sustituto del mercado de valores, puesto que al aumentar 1% del crédito otorgado al sector privado por el sistema financiero tradicional, el desarrollo del mercado de valores se reduce en un 0,34%.

La variable es estadísticamente significativa dentro del modelo y tiene una relación negativa. Cuando el crédito otorgado al sector privado incrementa en 1%, el

desarrollo del mercado de valores disminuye en 0,34%. Este efecto puede ser causado por la dependencia que existe del sector bancario y la poca cultura bursátil existente en el país. Las personas naturales que buscan ahorrar sus recursos, al igual que las empresas su financiamiento, tienden a solicitar estos servicios financieros del sistema tradicional. Esto hecho se da principalmente por la falta de conocimiento acerca de los servicios adicionales que puede ofrecer el mercado de valores.

En cuanto a las variables macroeconómicas, la tasa de interés demostró ser estadísticamente significativa dentro del modelo al 5% del nivel de confianza. Cuando las tasas de interés incrementan en 1%, el desarrollo del mercado de valores incrementa en 0,63%. Según lo indicado por Bayar (2015), la tasa de interés está relacionada con la estabilidad económica.

Consecuentemente, el mercado de valores ecuatoriano requiere de cierta estabilidad para desarrollarse. Las expectativas de rendimiento que operan dentro del mercado, hacen que los inversionistas deseen un mercado que se mantenga estable en el largo plazo para permitir que las empresas en las que realizaron sus inversiones puedan generar ingresos para el pago de sus obligaciones.

Adicionalmente, el modelo demostró que el ambiente institucional es una variable estadísticamente significativa para el desarrollo del mercado de valores, la misma que es medida por el Índice de Riesgo Político que contiene los siguientes indicadores: corrupción, calidad burocrática, ley y orden, riesgo político, estabilidad gubernamental y perfil de inversión en infraestructura.

Este índice asigna un valor numérico a un rango predeterminado de componentes de riesgo, de acuerdo con una escala ponderada preestablecida, cada una de las cuales está diseñada para otorgar el valor más alto al menor riesgo y el menor valor al más alto riesgo. Yartey (2008).

Las regulaciones que incentivan confianza en el inversor y en el mercado de valores refuerzan la inversión y las negociaciones que se realizan en el mercado. Demirguc – Kunt y Levine (1995). En el resultado del modelo se observa que un incremento del 1% en el Índice de Riesgo Político, que indica un menor riesgo y permite un incremento del 0,34% del desarrollo del mercado de valores.

Verificación del modelo

Para comprobar que este modelo cumple con los supuestos establecidos por el modelo de regresión lineal clásico, se realizan los siguientes test: t de student para las variables y el factor de inflación de la varianza (VIF) que permite conocer si las variables tienen problemas de multicolinealidad. La principal consecuencia de este problema es que la varianza se infle. Véase tabla 8

Tabla 8. Test de variance inflation factor

Variable	VIF	1/VIF
ln_INVPIB	14.43	0.069289
ln_AHPIB	14.17	0.070585
ln_RIE	3.89	0.256815
ln_VNPIB	3.83	0.261175
ln_CDSPPIB	2.38	0.420946
ln_INT	2.37	0.421316
Mean VIF	6.85	

Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Ximena Moreno

El cuadro que antecede nos permite realizar el análisis de la multicolinealidad (test de variance inflation factor), además se puede observar que solo las variables ln_AH/PIB y ln_INV/PIB, tienen presencia leve de multicolinealidad. Para indicar que este modelo tiene indicadores de multicolinealidad, los valores tienen que ser mayores que 10, por lo que se puede apreciar que casi todas las variables se encuentran por debajo de este valor.

El resultado de un VIF tan alto de las variables ln_AH/PIB y ln_INV/PIB se debe a que en se incluye en la regresión tanto el ahorro como la inversión. Aunque una está calculada a través de la otra por lo que es similar a ingresar la misma variable dos veces. El supuesto detrás de este resultado es: la renta generada por un país se destina al consumo y otra parte al ahorro por lo que existe una relación directa entre el ahorro y la inversión. Para que exista una mayor inversión se debe reducir el consumo e incrementar el ahorro.

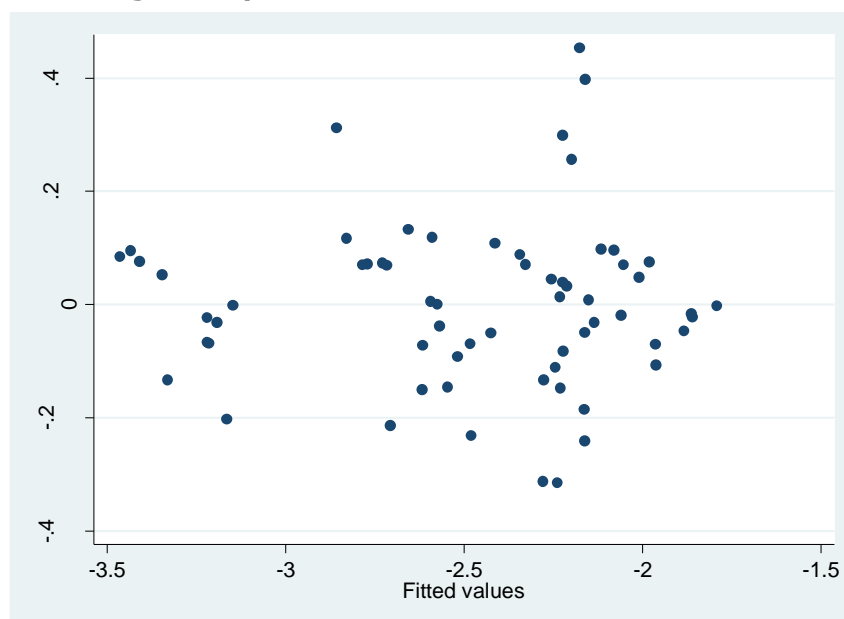
Por un lado el PIB se compone del consumo, inversión y gasto público. Estableciendo la relación de la inversión vemos es igual a la renta menos consumo y menos el gasto público. Por otro lado, la renta generada se destinará al consumo y al ahorro. Estableciendo la relación del ahorro vemos que es igual a la renta menos el consumo y el gasto público. Si relacionamos ambas igualdades podemos demostrar que: Ahorro = Inversión

Cuanto mayor sea la multicolinealidad, mayores serán los errores estándar. Cuando existe una multicolinealidad alta, los intervalos de confianza para los coeficientes tienden a ser muy amplios y las estadísticas tienden a ser muy pequeñas. Los coeficientes tendrán que ser más grandes para ser estadísticamente significativos, es decir, será más difícil rechazar el nulo cuando esté presente la multicolinealidad.

En la verificación se utilizaron dos test para conocer la presencia de heterocedasticidad en el modelo. En una primera prueba se establece que el

modelo presenta homocedasticidad puesto que los residuos no presentan un patrón determinado con los valores estimados de la regresión. Véase gráfico 33

Gráfico 33. Prueba gráfica para determinar la existencia de heterocedasticidad



Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Ximena Moreno

Para confirmar este resultado se realizó el análisis de heterocedasticidad de Breusch – Pagan. El modelo analizado de acuerdo a este test tiene presencia de homocedasticidad dado que la probabilidad del estadístico Chi cuadrado es mayor a 0,05%. Véase tabla 9

$$H_0: \exists \text{ homocedasticidad} > 0,05$$

$$H_A: \nexists \text{ homocedasticidad} < 0,05$$

Tabla 9 Test de heterocedasticidad Breusch - Pagan

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity			
Ho: Constant variance			
Variables: fitted values of ln_CB_PIB			
chi2(1)	=	1.46	
Prob > chi2	=	0.2276	

Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Ximena Moreno

Para demostrar que los residuos siguen una distribución normal, se realiza el análisis de los residuos mediante el test de normalidad Jarque Bera y el gráfico de los residuos que presentan una distribución normal. Utilizando la tabla de distribución de Chi cuadrada. Se obtuvo el siguiente valor para el análisis de normalidad de residuos: $\chi^2_{(57)0.05} = 79,0820$. Por lo tanto $JB=4,1768213$ es menor

que el valor crítico. No se rechaza H_0 , los errores del modelo se distribuyen aproximadamente de forma normal. Este test utiliza la siguiente hipótesis:

$$H_0: \exists \text{ normalidad}, pJB > 0,05$$

$$H_A: \nexists \text{ normalidad}, pJB < 0,05$$

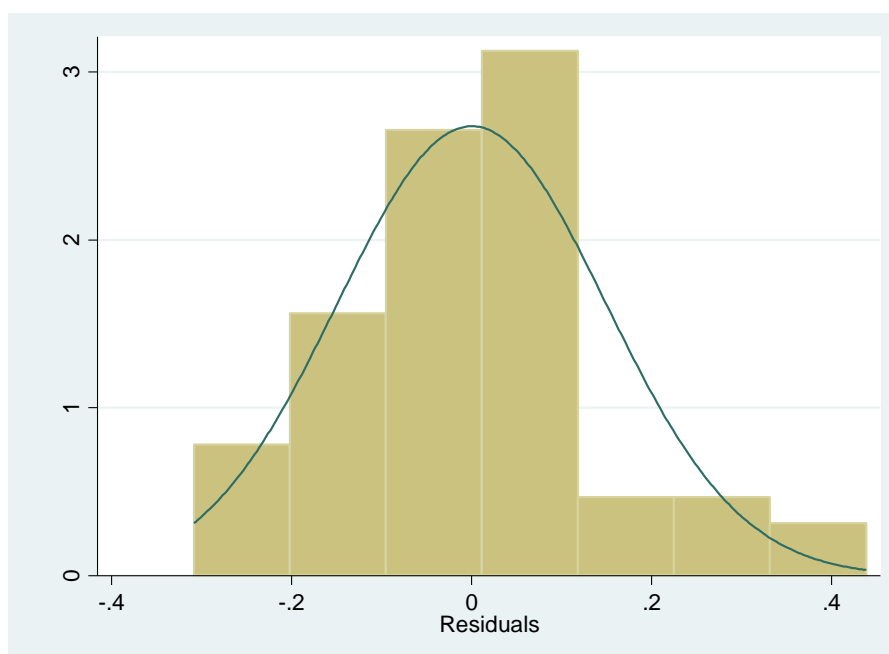
Tabla 10. Test Jarque - Bera

JB4.1768213					
. sktest e1					
Skewness/Kurtosis tests for Normality					
Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	adj chi2 (2)	joint Prob>chi2
e1	60	0.0798	0.1504	5.04	0.0803

Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Ximena Moreno

Según el dato de este análisis no se rechaza H_0 , los errores del modelo se distribuyen normalmente de forma aproximada. De acuerdo a los modelos realizados, se aprecia que los residuales del modelo siguen una distribución de normalidad, en cuyo caso el modelo realizado está especificado de manera general. Véase gráfico 34

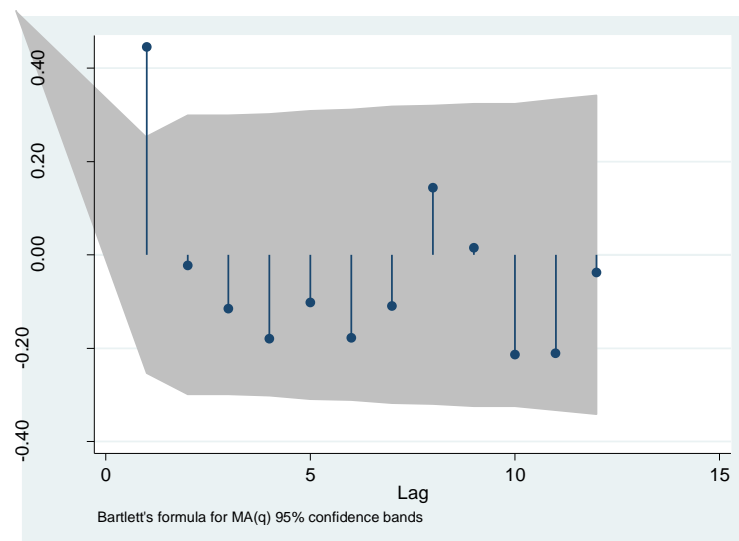
Gráfico 34. Distribución normal de los residuos



Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Ximena Moreno

Adicionalmente, se realiza el análisis de correlación serial de los residuos mediante el análisis gráfico. Véase gráfico 35

Gráfico 35. Correlación serial de los residuos



Fuente: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Ximena Moreno

Conclusiones

El mercado ecuatoriano de valores tiene una participación alta de títulos valores de renta fija. Desde el año 2005 hasta el 2016, se han realizado un total de 942 emisiones de este tipo de papeles de un total de 978. Para el primer año se realizaron 32 emisiones de oferta pública, mientras que para el 2016 este valor se duplicó con un total de 69. Este crecimiento demuestra que existe una mayor participación de las empresas en el mercado como fuente de financiamiento alternativo, dando como resultado que las mismas se están beneficiando de las oportunidades que brinda el mercado: instrumentos de financiamiento y formas de pago distintas a las utilizadas por el sistema financiero tradicional.

El proceso para realizar una emisión de títulos valores a través de las casas de valores, es relativamente sencillo, pues estas instituciones están facultadas para ejecutar este proceso. Adicionalmente, pueden brindar mecanismo para colocar estos recursos con los inversionistas, facilitando la entrega de recursos y de instrumentos financieros entre agentes superavitarios y deficitarios. El mercado de valores permite que las empresas tengan acceso a capital permanente a través de emisiones de mayor largo plazo y mucho más rentables. Por otro lado, los inversionistas se benefician de la diversificación del riesgo en diferentes alternativas de inversión.

El mercado ecuatoriano de valores incrementó sus negociaciones durante los últimos doce años, (2005-2016), pues pasaron de \$3.502 millones en el primer año, a un total de \$8.336 millones para el último analizado. El incremento de volumen negociado se debe principalmente a la importancia que ha tomado el mercado de valores dentro de la economía ecuatoriana. Las nuevas estructuras de protección al inversionista y control en las emisiones de oferta pública, permitieron el ingreso de más participantes y, por ende, un mayor volumen negociado dentro del mercado.

La dependencia del mercado hacia los instrumentos de renta fija se observa claramente en los volúmenes negociados por tipo de títulos valores. Durante el periodo 2005 al 2016, el volumen negociado en renta fija fue de \$56.491 millones, mientras que la renta variable solo alcanzó \$4.209 millones, por ende, el perfil del inversionista ecuatoriano se muestra conservador. Al elegir títulos de renta fija se conoce exactamente el monto a recibir al vencimiento del título, adicionalmente, las empresas se muestran menos interesadas en abrir al público su capital por lo que optan por financiamiento de corto y largo plazo con los títulos de renta fija.

El mayor volumen negociado está en inversiones de corto plazo en el periodo 2005 al 2016 que alcanzó un total de \$39.097 millones. Este es un indicador de la necesidad de liquidez inmediata de los inversionistas ecuatorianos. Inclusive, la

cultura bursátil no permite una mayor confianza en los instrumentos financieros de largo plazo que deberían ser los más negociados en un mercado de valores. Por otro lado, muestra alta capacidad por parte de los emisores para cubrir sus obligaciones con los inversionistas. Es decir, los recursos están siendo canalizados hacia el proceso productivo por lo que pueden cubrir sus costos.

El análisis del volumen negociado por tipo de título, demostró que la mayor cantidad de títulos negociados corresponden a los emitidos por el sector bancario y el sector público. Hasta el año 2010, el título valor de mayor negociación eran los certificados de tesorería, por lo que el Estado estuvo utilizando al mercado de valores como un medio para captar recursos. Adicionalmente, en los primeros años, los títulos emitidos por el sistema financiero nacional como certificados de depósito o de inversión, eran los de mayor negociación. Esto dejó de lado los instrumentos financieros propios del mercado de valores (acciones, obligaciones, papel comercial, titularizaciones), cuyas negociaciones alcanzaron un total de \$16.883 millones, de un total de \$56.524 millones.

Durante el periodo analizado, tanto el sector público como privado, participaron de manera activa en el mercado de valores, así: el total negociado fue de \$28.874 millones para el sector público y \$31.851 millones para el sector privado, por lo que se aprecia una mínima diferencia. La importancia de la participación del sector productivo privado en el mercado, se lo puede apreciar en el volumen negociado, pues son las empresas las que permiten generar los instrumentos que se negocian. Adicionalmente, la participación por parte del Estado, sector público, fomenta la confianza en el mercado.

El mercado primario es aquel en el que se negocian los títulos valores emitidos por primera vez, pues en el periodo 2005 al 2016, la mayor cantidad de ellos y que fueran negociados, corresponden a este tipo de instrumentos que posibilitaron superar las negociaciones de mercado secundario en un 65%. Este resultado demuestra que la mayor cantidad de títulos negociados corresponde a las emisiones de oferta pública que se realizan en el mercado. Implica que estos títulos se están colocando casi al momento de su emisión. Adicionalmente, se puede observar que los títulos se mantienen hasta el vencimiento, pues casi no son negociados en mercado secundario.

El Ecuador pasó de un índice de competitividad de 3,6 en el año 2005, a 4,0 en el 2016. Según este indicador, su competitividad ha aumentado de manera importante. En este contexto, se establece que los mercados financieros de cada país deben prestar servicios suficientes para colocar los ahorros que se mantienen en la economía y los que provienen del extranjero. En este sentido, el Ecuador también incrementó su sofisticación del mercado, pues alcanzó un puntaje de 3,4 en el año 2016.

La forma en que el mercado valora a las empresas emisoras es la capitalización bursátil que durante el periodo 2005 – 2016 este indicador creció notablemente, pasando de 3.175 millones en el 2005, a 6.065 millones en el 2016. Sin embargo, este índice es bastante inferior al incremento demostrado por el PIB. Esto demostró que el tamaño del mercado ecuatoriano de valores es pequeño en relación a la economía en su conjunto, lo que podría explicarse si se considera que es un sector poco representativo para la economía debido a la falta de participación empresarial y de inversionistas en el sector.

El mercado ecuatoriano de valores es bastante líquido. La revisión de la tasa de rotación durante el periodo 2005 – 2016 mostró un valor promedio importante de 97%, lo que indica que los costos de transacción en el mercado de valores son bajos y, por tanto, se negocia con mayor facilidad por cuya razón la liquidez aumenta. La relación de estos dos índices indica que este mercado es pequeño pero activo.

El acceso es importante para el desarrollo del mercado de valores, pues mientras más participantes formen parte, mayor será el volumen negociado y, por tanto, el desarrollo del mercado será más evidente aún. En el Ecuador, cada vez más empresas decidieron participar en el mercado, alcanzando un total de 65 en el 2016. Sin embargo, esta participación se ve diezmada por la alta concentración que existe en las empresas más grandes que utilizan el mercado de valores. Estas empresas llevan muchos años utilizando estos servicios financieros, por lo que tienen el soporte por parte de los inversionistas, limitando de esa forma el ingreso de nuevas empresas que buscan capital.

El análisis de la capitalización bursátil de las 10 empresas más grandes, está muy por encima del resto de empresas que cotizan en el mercado por lo cual superan la valoración por más del 80%. Estas empresas son emisoras de acciones que llevan cotizando varios años en el mercado, tal el caso de la Corporación Favorita, Holcim, Cervecería Nacional, Banco de Guayaquil y Banco Pichincha. La fuerte dependencia de acciones de estas cinco empresas limita el acceso de nuevos emisores, así como también desmotiva el ingreso de nuevos instrumentos financieros asociados a nuevas compañías.

Un mercado de valores eficiente requiere que los precios de las acciones no se muevan en la misma dirección durante los ciclos económicos. En el caso del mercado ecuatoriano de valores, el sincronismo de precios es moderado, lo que demuestra un que es un mercado relativamente eficiente. De las acciones que se negociaron en el mercado durante el periodo 2005 – 2016, existieron casi 50% de acciones que aumentaron o disminuyeron sus precios, dependiendo de los ciclos que atravesó la economía.

Adicionalmente, la regulación que se establece en el mercado de valores, demuestra que la información de emisores y emisiones es transparente, lo que limita la capacidad de los participantes para realizar negociaciones con información privada. Las principales acciones participantes fueron: Corporación Favorita, Industrias Ales, Holcim, Inversancarlos, Sociedad Agrícola San Carlos y Cridesa, presentaron una cantidad negociada similar durante el periodo.

La estabilidad del mercado es fundamental para el desarrollo del mercado de valores, pues bajo esta condición, los mismos pueden soportar golpes económicos y financieros sin interrupción importante en sus negociaciones y en la asignación eficaz de los fondos hacia la inversión productiva. El ECUINDEX demostró cierta estabilidad en el periodo 2005 – 2016, lo que permitió que el mercado de valores creciera en sus negociaciones.

Las variables que inciden de manera positiva en el desarrollo del mercado ecuatoriano de valores son el ahorro, la inversión, la estabilidad macroeconómica y el ambiente institucional. La significación de estas variables dentro del modelo es concordante con la literatura existente que aborda el modelo de equilibrio parcial de Calderón – Rossell. Durante el periodo analizado se demostró que el mercado de valores está cumpliendo su función de canalizar el ahorro a través de sus servicios, lo que a su vez produce un desarrollo del mercado. Adicionalmente, las expectativas de rendimiento que operan en el mismo, hacen que los inversionistas deseen un mercado que se mantenga estable en el largo plazo para permitir que las empresas en las que realizaron sus inversiones pueden generar ingresos para el pago de sus obligaciones.

Otra variable importante que incide en el mercado ecuatoriano de valores es el crédito otorgado al sector privado por parte del sistema financiero tradicional. Al tener una relación negativa, se comprobó que, en el caso del Ecuador, los bancos son un sustituto del mercado de valores. Esto es concordante con el estudio debido a que la falta de cultura bursátil, el hecho que sea un mercado pequeño y estable, moderadamente limita su desarrollo y la capacidad del mercado para atraer a inversionistas que se encuentren en el sistema tradicional.

Recomendaciones

Es necesario reducir la fuerte concentración del mercado de valores en títulos de renta fija para dar paso a la utilización de instrumentos financieros de renta variable. Para el efecto, es importante que las empresas se predispongan para abrir su capital a la participación dentro del mercado de valores y crear un campo de culturización bursátil que permita cambiar el perfil de los inversionistas. De esta manera podrán tomar posturas de negociación en acciones. Con esto los emisores podrán acceder a un mayor capital y los inversionistas a un mayor número de alternativas de inversión.

Se debe fomentar el desarrollo del mercado de valores a través del aumento de su participación, en cuya perspectiva es importante que los organismos de control como la Superintendencia de Compañías, entre otros, regulen al mercado para impulsar la participación de empresas y nuevos inversionistas, lo que obligaría a la transparencia de información en el mercado permitiría que este sea más eficiente. La información relevante debe ser entregada por todos los participantes y se debería prohibir la realización de prácticas que manipulen el mercado o que faciliten el uso de información privilegiada.

Las casas de valores como encargados de suministrar los instrumentos financieros, deberían fomentar las inversiones de largo plazo, lo que permitiría que las alternativas sean más competitivas en relación a las ofrecidas por el sistema bancario tradicional. Adicionalmente, es necesario que los títulos que se negocian en el mercado pertenezcan al sector productivo en su mayoría, así el mercado de valores estaría cumpliendo su función de transferir recursos hacia este sector, con lo cual se reduciría el volumen negociado, tanto de instrumentos bancarios como de títulos soberanos.

El reducido nivel de comercialización del mercado secundario, demuestra que los títulos más negociados son los que se emiten por primera vez. Esto provoca ineficiencia y falta de liquidez en el mercado, lo que ocurre principalmente en los periodos en los que no se han realizado nuevos procesos de emisiones y, por tanto, no existen títulos disponibles para ser negociados. Incrementar las negociaciones a través del mercado secundario permitiría un mayor desarrollo del mercado de valores.

Es importante que el Ecuador fomente una mayor competitividad de sus servicios financieros, con el fin de atraer recursos del exterior que participen en el mercado de valores. Para lograr este objetivo es necesario un trabajo en conjunto de los principales participantes del mercado. Las bolsas y las casas de valores del país, deberían buscar la forma de incrementar la cultura bursátil a través de capacitación sobre el funcionamiento del mercado.

La valoración que da el mercado a las empresas es adecuada a los rendimientos que estas presentan. Sin embargo, el mercado ecuatoriano de valores sigue siendo pequeño y tiene la posibilidad de incrementar sus operaciones, lo que induce a pensar en la necesidad de aumentar el tamaño del mercado de valores como una suerte de a

prioridad para el gobierno, con el fin de que sea considerada como una fuente alternativa de financiamiento con mayor potencialidad.

Es preciso aumentar el acceso de nuevos participantes al mercado de valores, pues durante los últimos doce años, ha demostrado estar concentrado en pocas empresas que mostraron el mayor volumen negociado. Se debería promover el ingreso de nuevos emisores de acciones o fomentar la negociación de aquellas en empresas que no se encuentran dentro de las diez más grandes por capitalización bursátil. Las casas de valores deberían asesorar a los inversionistas para aumentar la demanda del resto de acciones que participan en el mercado.

El mercado de valores requiere de un entorno macroeconómico estable para poder desarrollarse, por cuya razón el Estado debería generar esfuerzos para que la estabilidad de la economía perdure en el largo plazo. Además, es necesaria la apertura del mercado para que se desarrolle de manera eficiente.

La incidencia del ahorro y la inversión en el mercado de valores es fundamental para su desarrollo, para cuyo efecto se debería crear políticas que fomenten el ahorro y, por tanto, la inversión en el sector productivo del país. Esto permitiría que más recursos se canalicen a través de este mercado, generando un mayor crecimiento. Junto a aquello se debería generar un escenario y ambiente institucional favorable para complementar su desarrollo.

Referencias Bibliográficas

- Arauz, Andrés (2009) Microestructura del Mercado de Valores Ecuatoriano (Disertación de Ciencias sociales no publicada) Quito: Flacso
- Bayar, Yilmaz. (2015). *Macroeconomic determinants of stock market development: evidence from borsa istanbul*, 70-89. Recuperado de <http://fs.icfm.ro/vol20i1p69-89.pdf>
- Bolsa de Valores de Guayaquil (2012) Enciclopedia Bursátil. 4ta Edición Ecuador: Autor
- Calderon-Rossell, R. Jorge (1990) *The Structure and Evolution of World Stock Markets* en S.Ghon Rhee and Rosita P. Chang (eds.), Pacific Basin Capital Markets Research del First Annual Pacific Basin Finance Conference
- Camerini, Marcelo (2002) *Mercado de valores : principios y regulaciones, fundamentos, Bolsa de comercio, mercado de valores y caja de valores, ética* (PP 40-45) Argentina:ADHOC
- Castañeda, Carlos (2007) *Indicadores de Concentración: Una revisión del marco conceptual y la experiencia internacional* OSIPTEL Recuperado de https://www.osiptel.gob.pe/Archivos/info_empresas/Políticas_competencias/DocumentoTrabajo002-GRE-2007Concentracion2.pdf
- Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, (2010). *El papel del mercado bursátil en el crecimiento económico de México*. México: Autor
- Cherif, Monther and Gazdar, Kaothar (2010) *Macroeconomic and institutional determinants of stock market development in MENA region: new results from a panel data analysis*, International Journal of Banking and Finance: Vol. 7: Iss. 1, Article 8 Recuperado de <http://epublications.bond.edu.au/ijbf/vol7/iss1/8>
- Comisión de Legislación y Codificación del H. Congreso Nacional (2014) *Código Orgánico Monetario Y Financiero, Libro II Ley Mercado Valores*. Ecuador: Autor
- Consejo Nacional de Valores (2006) *Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores*. Ecuador: Autor
- Córdova, Marcial (2015). *Mercado de Valores*. Colombia: Ecoe
- Cortéz, Lilimar, y Tillerio, Milagros (2006). Efectos de las Variables Macroeconómicas en las Operaciones de La Bolsa de Valores de Caracas Durante el Periodo 2000-2006 (Licenciatura). Universidad de Oriente.
- Court Monteverde, Eduardo y Tarradellas Espuny, J. (2010). *Mercado de capitales* (1era ed.). Naucalpan de Juárez: Pearson Educación.
- De la Torre, Augusto, Schmukler, Sergio y Gozzi, Juan Carlos (2005). *Capital Market Development: Whither Latin America*. National Bureau Of Economic Research, 10(4), 121-154. Recuperado de <http://www.nber.org/books/edwa05-1>
- Elizondo, E. (2015). *El Mercado de Valores en México*. México: Universidad Autónoma de Nuevo León. Recuperado de <http://cdigital.dgb.uanl.mx/la/1020148198/1020148198.html>

- Galarza, Carlos (2015) *El aporte de las casas de valores al mercado de valores ecuatoriano en el período 2003 - 2012* (Disertación de economía no publicada) Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador
- García, V. y Liu, L. (1999). Macroeconomic determinants of stock market development. *Journal Of Applied Economics*, 2(1), 29-59. Recuperado de https://www.ucema.edu.ar/publicaciones/download/volume2/garcia_liu.pdf
- Gujarati, Damodar y Porter, Dawn (2009) *Econometria* 5a Edición Mc Grawhill ISBN: 978-607-15-0294-0
- Hegab, Ricardo (s.f.). *El Mercado de Valores*. México. Recuperado de http://www.economicas.unsa.edu.ar/calfin/mercado_valores.pdf
- Indicadores internacionales de desarrollo" (s.f.) Recuperado el 2 de octubre de 2017 de http://www.odd.ucr.ac.cr/sites/default/files/indicadores_internacionales_de_desarrollo/2015/application/pdf/serie_iid_03_icg.pdf
- Índice de competitividad global" (s.f.) Recuperado el 30 de septiembre de 2017 de https://es.wikipedia.org/wiki/%C3%8Dndice_de_Competitividad_Global#cite_note-Press-6
- Índice de Competitividad Global" Foro Económico Mundial (2005) recuperado de <http://www.productividadchile.cl/wp-content/uploads/2015/11/151105-%C3%8Dndice-de-Competitividad-Global-del-Foro-Econ%C3%B3mico-Mundial.pdf>
- Intendencia del Mercado de Valores,. (2006). *Guía Estudiantil de Mercado de Valores* (pp. 9-36). Quito: Departamento de Investigación yDesarrollo.
- Josphat, Kipkorir Kemboi y Daniel, Kipkirong Tarus (2012) *Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets: Evidence from Kenya* Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/267784388_Macroeconomic_Determinants_of_Stock_Market_Development_in_Emerging_Markets_Evidence_from_Kenya
- Demirguc-Kunt, y Levine, Ross (1995) *Stock market development and financial intermediaries stylized facts*. *World Bank Economic Review* Volumen 10, (291 - 321) Recuperado de <https://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1093/wber/10.2.291>
- Levine, Ross (2004) *Finance and growth: theory and evidence* National Bureau of Economic Research Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w10766>
- Levine, Ross. y Zervos, Sara. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, 8(33), 537-558. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/116848>
- Martínez, José Antonio. y Calvo, Jose Luis. (2012). *Banca y mercados financieros* (1era ed.). Valencia: Tirant lo Blanch.
- Mercado de Valores" (s.f) Recuperado el 5 de abril de 2017 de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores/>

- Mercado de Valores" (s.f) Recuperado el 5 de abril de 2017 de <http://www.supercias.gob.ec/portalscvsv/>
- Morck, Randall y Li, Kan(2002) *Time Varying Synchronicity in Individual Stock Returns: A Cross-Country Comparison* Recuperado de <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2003/global/pdf/morck.pdf>
- Naceur, Sami y Ghazouani, Samir (2007) *Stock Markets, Banks, and Economic Growth: Empirical Evidence from the MENA Region*. SSRN *Electronic Journal*. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.856386>
- Nuques, Pierina (2017) *Las reformas arancelarias y tributarias aprobadas en el Ecuador en el periodo 2010-2015 y su canal de transmisión al Mercado de Valores* (Disertación de economía no publicada) Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador
- Ochoa, Leonardo (2014) *Análisis de la eficiencia en el mercado de valores ecuatoriano en el período 2002-2013* (Disertación de economía no publicada) Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador
- Owiredu, Alexander y Moses, Oppong (2016) *Macroeconomic determinants of stock market development in Ghana*. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.5296/ifb.v3i2.9555>
- Pariyada, Sucharoensin. y Sorasat, Sucharoensin. (2013). *The Analysis of Stock Market Development Indicators: Evidence from the ASEAN-5 Equity Markets*. International Journal Of Trade, Economics And Finance, 343-346. <http://dx.doi.org/10.7763/ijtef.2013.v4.314>
- Quintana, Diana (2010) *Cultura y práctica bursátil para el financiamiento en el sector empresarial de la provincia de Cotopaxi en el período 2007 – 2009* (Disertación de finanzas no publicada) Latacunga: Escuela Politécnica del Ejército
- Reporte de Competitividad Global 2014" (2014) Recuperado del 22 de octubre de 2017 de <http://www.competitividad.org.do/wp-content/uploads/2014/09/Reporte-Global-de-Competitividad-14-15.pdf>
- Reporte de Competitividad Global 2016" (2016) Recuperado el 10 de octubre de 2017 http://nmi.is/media/338436/the_global_competitiveness_report_2016-2017.pdf
- Rodirguez, Karen y Guerrero, Jorge (2012) *Cultura Financiera y el Mercado de Valores*. (Disertación de economía no publicada) Guayaquil: Universidad Católica de Santiago de Guayaquil
- Samuelson, Paul y Nordhaus, William (1985). *Economics* (1era ed.). New York: McGraw-Hill.
- Soria, Aldo (1995) *Mercado de valores* Quito, Ecuador : Oficina de Investigaciones Jurídicas, Económicas y Sociales para Iberoamérica
- Sukruoglu, Denis y Temel Nalin, Halime (2014). *The Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Selected European Countries: Dynamic Panel Data Analysis*. International Journal Of Economics And Finance, 6(3). <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v6n3p64>

- Texson, Griselda (2005) *Diseño de un simulador de vuelo para la compra y venta de acciones en el mercado accionario mexicano* (Disertación de negocios no publicada) México: Universidad de las Americas Puebla
- Viteri, Andrea (2011) *Determinantes de la decisión empresarial para captar recursos, en el mercado de valores ecuatoriano* (Disertación de economía no publicada) Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador
- Wassal, A (2013). *The Development of Stock Markets: In Search of a Theory*. International Journal Of Economics And Financial Issues, 3(3), 606-624. Recuperado de <http://www.econjournals.com>
- Wassal, A. (2005). *Stock Market Growth: An Analysis of Cointegration and Causality*. Economic Issues, 10(1), 37-58. Recuperado de <http://www.economicissues.org.uk/Vol10.html#a4>
- Yartey, Charles (2008). *The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies* (1era ed.). Washington: International Monetary Fund. Recuperado de <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Determinants-of-Stock-Market-Development-in-Emerging-Economies-Is-South-Africa-Different-21646>

ANEXOS

Anexo 1. Empresas de mayor Capitalización Bursátil periodo 2005 – 2016

EMISOR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Banco Amazonas S.A.	-	-	0,54	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco Bolivariano S.A.	-	-	1,40	1,40	1,10	1,20	1,10	-	1,10	1,05	1,00	0,87
Banco Cofiec S.A.	-	-	0,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco de Guayaquil S.A.	-	-	3,50	4,00	2,74	2,99	1,90	1,14	0,80	0,70	0,52	-
Banco Pichincha C.A.	-	-	1,90	1,74	1,35	1,43	1,30	1,14	0,80	0,70	0,60	0,40
Banco Solidario S.A.	-	-	0,99	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Camposanto Campsana S.A.	32,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cementos Chimborazo C.A.	-	0,25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cervecería Andina S.A.	-	36,25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Compañía de Cervezas Nacionales S.A.(ordinarias)	30,50	36,25	-	30,00	30,00	40,50	42,00	42,53	43,00	55,10	66,55	67,50
Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.	-	-	100,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporación Favorita S.A.	12,00	7,60	-	5,49	4,97	5,09	4,50	4,10	4,60	4,19	2,32	1,80
Corporación MultiBG	-	-	-	-	-	4,23	4,23	3,54	-	-	4,06	4,06
Cristalería del Ecuador Cridesa S.A.	33,50	1,35	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Electroquil S.A.	2,50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Holcim Ecuador C.A. VN- US\$ 5	6,15	40,12	-	48,99	41,00	51,50	57,01	65,00	70,00	75,00	68,29	60,00
Holding Tonicorp	-	-	-	-	-	-	5,50	5,50	5,70	5,50	5,50	4,75
Hotel Colón	18,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Industrias Ales C.A.	1,50	2,15	-	2,03	1,98	2,58	-	-	-	-	-	-
Inversiones San Carlos S.A.	-	1,10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lafarge Cementos S.A	-	1,25	-	1,25	3,15	3,15	10,00	3,60	3,60	12,22	12,22	-
Meriza S.A.	2,70	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Produbanco S.A.	-	-	1,95	1,99	1,20	1,39	1,27	1,16	1,04	1,00	0,70	0,69
Reforest S.A.	33,50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos S.A.	-	0,95	-	0,90	0,85	-	-	1,41	1,40	1,49	-	-
Superdeporte	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,05
Unacem Ecuador S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,10

Fuente: Superintendencia de Compañías, informes bursátiles 2005 – 2016

Elaboración: Ximena Moreno

Anexo 2. Resumen estadístico y Modelos de prueba

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CBPIB	64	.0924337	.0391488	.0312998	.1784507
PIB	64	.0181926	.138388	-.5687465	.9123425
AHPIB	64	.2666371	.1423694	.0892584	.6151872
INVPIB	64	.285877	.1376702	.0794829	.6244103
CDSPPIB	64	3.336399	1.153946	1.292445	5.062305
VNPIB	64	.0893825	.0409034	.0226081	.1891814
VNCB	64	.996887	.3092034	.3676498	1.49696
LOGPIBC	64	2.945327	.2573876	2.525147	3.410421
INF	64	4.330469	9.437662	-.3	58.8
INT	64	9.683438	2.119165	7.52	15.76
RIE	64	.5205763	.1592891	.2877187	.8681061

. regress ln_CB_PIB ln_PIB ln_AHPIB ln_INVPIB ln_CDSPPIB ln_VNPIB ln_INF ln_INT ln_RIE						
Source	SS	df	MS	Number of obs	=	48
				F(8, 39)	=	50.73
Model	9.67222459	8	1.20902807	Prob > F	=	0.0000
Residual	.929490827	39	.023833098	R-squared	=	0.9123
				Adj R-squared	=	0.8943
Total	10.6017154	47	.225568413	Root MSE	=	.15438
ln_CB_PIB	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ln_PIB	-.0322901	.0200407	-1.61	0.115	-.0728263	.008246
ln_AHPIB	.5147148	.1702227	3.02	0.004	.1704069	.8590228
ln_INVPIB	.4927045	.1728599	2.85	0.007	.1430623	.8423467
ln_CDSPPIB	-.3563243	.1011648	-3.52	0.001	-.5609495	-.1516992
ln_VNPIB	.041606	.0873218	0.48	0.636	-.1350189	.218231
ln_INF	-.0075829	.0311617	-0.24	0.809	-.0706134	.0554476
ln_INT	.7371475	.2130554	3.46	0.001	.3062022	1.168093
ln_RIE	.4430674	.1681761	2.63	0.012	.1028991	.7832357
_cons	-2.024871	.5973377	-3.39	0.002	-3.2331	-.8166413

. regress ln_CB_PIB ln_PIB ln_AHPIB ln_INVPIB						
Source	SS	df	MS	Number of obs	=	52
				F(3, 48)	=	43.37
Model	7.98597132	3	2.66199044	Prob > F	=	0.0000
Residual	2.9462041	48	.061379252	R-squared	=	0.7305
				Adj R-squared	=	0.7137
Total	10.9321754	51	.214356381	Root MSE	=	.24775
ln_CB_PIB	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ln_PIB	-.0331645	.0297606	-1.11	0.271	-.0930022	.0266732
ln_AHPIB	-.2247457	.1495992	-1.50	0.140	-.525535	.0760436
ln_INVPIB	1.001538	.1591171	6.29	0.000	.6816119	1.321465
_cons	-1.568631	.1916646	-8.18	0.000	-1.953999	-1.183263

. regress ln_CB_PIB ln_PIB ln_AHPiB ln_INVPIB LOGPIBC						
Source	SS	df	MS	Number of obs	=	52
				F(4, 47)	=	35.03
Model	8.18653357	4	2.04663339	Prob > F	=	0.0000
Residual	2.74564185	47	.058417912	R-squared	=	0.7488
				Adj R-squared	=	0.7275
Total	10.9321754	51	.214356381	Root MSE	=	.2417
ln_CB_PIB	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ln_PIB	-.0195917	.0299436	-0.65	0.516	-.0798305	.040647
ln_AHPiB	.0434565	.2055528	0.21	0.833	-.3700625	.4569754
ln_INVPIB	.9871533	.1554252	6.35	0.000	.6744782	1.299828
LOGPIBC	-.5860684	.3162982	-1.85	0.070	-1.222378	.0502415
_cons	.594254	1.182179	0.50	0.618	-1.783984	2.972492

. regress ln_CB_PIB ln_RIE ln_INF ln_AHPiB ln_INVPIB ln_CDSPPiB						
Source	SS	df	MS	Number of obs	=	60
				F(5, 54)	=	78.92
Model	12.1077704	5	2.42155407	Prob > F	=	0.0000
Residual	1.65698457	54	.030684899	R-squared	=	0.8796
				Adj R-squared	=	0.8685
Total	13.7647549	59	.233300931	Root MSE	=	.17517
ln_CB_PIB	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ln_RIE	.4326438	.1586434	2.73	0.009	.1145829	.7507047
ln_INF	.0361108	.0228121	1.58	0.119	-.0096247	.0818462
ln_AHPiB	.4157218	.160677	2.59	0.012	.0935838	.7378598
ln_INVPIB	.6698091	.1436627	4.66	0.000	.3817828	.9578355
ln_CDSPPiB	-.3982828	.0707448	-5.63	0.000	-.5401176	-.2564481
_cons	-.2201915	.195922	-1.12	0.266	-.6129914	.1726084

. regress ln_CB_PIB ln_PIB ln_AHPiB ln_INVPIB ln_CDSPPiB						
Source	SS	df	MS	Number of obs	=	52
				F(4, 47)	=	55.37
Model	9.01847919	4	2.2546198	Prob > F	=	0.0000
Residual	1.91369624	47	.040716941	R-squared	=	0.8249
				Adj R-squared	=	0.8101
Total	10.9321754	51	.214356381	Root MSE	=	.20178
ln_CB_PIB	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ln_PIB	-.0579152	.0247325	-2.34	0.023	-.1076705	-.0081598
ln_AHPiB	-.1427934	.1229265	-1.16	0.251	-.3900898	.1045029
ln_INVPIB	1.107701	.1313001	8.44	0.000	.8435589	1.371842
ln_CDSPPiB	-.4391218	.0872019	-5.04	0.000	-.6145494	-.2636942
_cons	-.9320078	.200877	-4.64	0.000	-1.33612	-.5278955

Anexo 3. Base de datos

TRIMEST	CB/PIE	PIE	AH/P	INV/P	CDSP/P	VN/P	VN/I	LOG PI	INF	INT	RIT
I-2001	0,07496	(0,569)	0,203	0,238	3,484	0,095	1,265	2,574	58,800	15,270	0,665
II-2001	0,09557	(0,002)	0,191	0,259	3,550	0,121	1,265	2,679	33,200	15,760	0,847
III-2001	0,09292	(0,008)	0,190	0,264	3,819	0,118	1,265	2,663	27,200	14,570	0,817
IV-2001	0,07789	0,016	0,185	0,286	3,927	0,099	1,265	2,593	24,600	15,100	0,696
I-2002	0,14358	0,007	0,195	0,302	3,956	0,087	0,607	2,633	13,200	15,420	0,665
II-2002	0,17845	0,024	0,188	0,310	4,013	0,108	0,607	2,738	13,300	13,930	0,847
III-2002	0,17164	0,003	0,192	0,306	3,534	0,104	0,607	2,722	11,300	13,520	0,817
IV-2002	0,14598	0,002	0,194	0,316	3,587	0,089	0,607	2,652	9,360	12,770	0,696
I-2003	0,09053	0,006	0,175	0,309	2,363	0,113	1,250	2,687	9,200	11,880	0,682
II-2003	0,11732	(0,018)	0,163	0,289	2,456	0,147	1,250	2,792	7,600	12,160	0,868
III-2003	0,10965	0,032	0,170	0,259	2,495	0,137	1,250	2,776	7,540	11,290	0,837
IV-2003	0,08982	0,040	0,186	0,258	2,446	0,112	1,250	2,707	6,070	11,190	0,713
I-2004	0,06796	0,912	0,108	0,156	1,292	0,090	1,327	2,741	3,980	10,840	0,668
II-2004	0,08465	0,022	0,109	0,153	1,331	0,112	1,327	2,846	2,870	10,160	0,850
III-2004	0,08016	0,018	0,102	0,157	1,403	0,106	1,327	2,830	1,600	9,650	0,819
IV-2004	0,06623	0,031	0,100	0,166	1,423	0,088	1,327	2,761	1,950	8,030	0,698
I-2005	0,05394	0,240	0,110	0,216	1,594	0,059	1,103	2,781	0,640	8,380	0,535
II-2005	0,06650	0,014	0,181	0,213	1,683	0,088	1,324	3,133	1,090	9,130	0,518
III-2005	0,06641	0,001	0,180	0,142	1,792	0,059	0,882	2,781	0,410	8,770	0,442
IV-2005	0,07840	0,017	0,213	0,140	1,862	0,029	0,368	2,656	0,820	8,390	0,442
I-2006	0,03408	0,011	0,089	0,079	1,925	0,040	1,163	2,525	1,840	8,480	0,523
II-2006	0,06724	0,014	0,176	0,157	1,917	0,078	1,163	2,826	(0,300)	8,770	0,461
III-2006	0,09969	0,012	0,261	0,232	2,000	0,116	1,163	3,002	0,810	8,790	0,396
IV-2006	0,13288	0,000	0,348	0,310	2,142	0,155	1,163	3,127	0,490	9,170	0,396
I-2007	0,03566	(0,004)	0,097	0,084	2,254	0,028	0,775	2,555	0,470	9,330	0,549
II-2007	0,07080	0,007	0,194	0,168	2,301	0,055	0,776	2,856	0,410	9,800	0,473
III-2007	0,10471	0,014	0,286	0,248	2,361	0,081	0,776	3,032	1,200	10,530	0,396
IV-2007	0,13773	0,014	0,376	0,326	2,417	0,107	0,776	3,157	1,200	10,490	0,396
I-2008	0,03449	0,016	0,125	0,105	2,473	0,039	1,138	2,631	3,560	10,160	0,523
II-2008	0,06777	0,018	0,245	0,206	2,577	0,077	1,138	2,932	3,330	9,610	0,446
III-2008	0,09980	0,019	0,361	0,303	2,711	0,114	1,139	3,108	1,460	9,230	0,381
IV-2008	0,13086	0,017	0,473	0,397	2,876	0,149	1,139	3,233	0,160	9,170	0,381
I-2009	0,03130	(0,014)	0,110	0,104	2,930	0,047	1,496	2,629	2,270	8,970	0,517
II-2009	0,06286	(0,004)	0,220	0,209	2,841	0,094	1,496	2,930	0,720	9,190	0,454
III-2009	0,09488	(0,006)	0,332	0,315	2,888	0,142	1,497	3,106	0,260	9,120	0,381
IV-2009	0,12638	0,001	0,442	0,420	3,007	0,189	1,497	3,231	1,160	9,070	0,381
I-2010	0,03747	0,010	0,119	0,125	3,035	0,037	0,993	2,668	1,330	9,020	0,517
II-2010	0,07377	0,016	0,235	0,246	3,182	0,073	0,993	2,969	0,530	9,030	0,439
III-2010	0,10887	0,016	0,346	0,362	3,349	0,108	0,993	3,145	0,390	8,980	0,366
IV-2010	0,14066	0,032	0,447	0,468	3,458	0,140	0,993	3,270	1,030	8,750	0,338
I-2011	0,03907	0,011	0,139	0,138	3,574	0,025	0,652	2,718	1,570	8,350	0,509
II-2011	0,07616	0,026	0,271	0,270	3,664	0,050	0,652	3,019	1,210	8,240	0,446
III-2011	0,11251	0,015	0,400	0,399	3,820	0,073	0,652	3,195	1,460	8,240	0,381
IV-2011	0,14867	0,009	0,528	0,527	4,016	0,097	0,653	3,320	1,050	8,070	0,354
I-2012	0,03742	0,016	0,147	0,150	4,075	0,024	0,635	2,756	2,250	7,970	0,517
II-2012	0,07355	0,017	0,289	0,295	4,228	0,047	0,635	3,057	0,150	8,160	0,515
III-2012	0,10949	0,008	0,430	0,439	4,351	0,070	0,635	3,233	1,670	8,020	0,442
IV-2012	0,14511	0,006	0,569	0,582	4,441	0,092	0,635	3,358	0,040	8,170	0,414
I-2013	0,03979	0,010	0,151	0,159	4,431	0,023	0,568	2,783	1,120	8,070	0,528
II-2013	0,07796	0,021	0,296	0,312	4,467	0,044	0,568	3,085	(0,180)	8,190	0,541
III-2013	0,11469	0,020	0,435	0,459	4,522	0,065	0,568	3,261	0,720	8,100	0,457
IV-2013	0,15272	0,001	0,580	0,611	4,649	0,087	0,569	3,386	1,000	8,080	0,429
I-2014	0,04283	0,005	0,158	0,161	4,653	0,044	1,022	2,808	1,530	8,030	0,518
II-2014	0,08408	0,019	0,311	0,316	4,673	0,086	1,022	3,109	0,360	7,970	0,575
III-2014	0,12511	0,008	0,463	0,469	4,741	0,128	1,023	3,285	1,220	7,970	0,487
IV-2014	0,16640	0,002	0,615	0,624	4,865	0,170	1,023	3,410	0,490	8,170	0,432
I-2015	0,03713	0,004	0,134	0,148	4,994	0,028	0,763	2,793	1,610	7,520	0,522
II-2015	0,07519	(0,012)	0,272	0,300	5,062	0,057	0,763	3,094	1,430	8,410	0,457
III-2015	0,11300	(0,002)	0,408	0,450	5,027	0,086	0,763	3,270	0,170	8,220	0,402
IV-2015	0,15219	(0,010)	0,550	0,607	4,938	0,116	0,763	3,395	0,110	9,150	0,375
I-2016	0,03547	(0,017)	0,132	0,130	4,875	0,049	1,375	2,776	0,590	8,960	0,300
II-2016	0,07040	0,008	0,263	0,259	4,829	0,097	1,375	3,077	0,700	8,860	0,296
III-2016	0,10486	0,007	0,392	0,385	4,943	0,144	1,375	3,253	(0,100)	8,550	0,292
IV-2016	0,13746	0,017	0,513	0,505	5,037	0,189	1,375	3,378	(0,070)	8,400	0,288